

Xavier Milin

LEVER DES FONDS



Comprendre
et maîtriser
toutes les étapes

diateino

LEVER DES FONDS

Catalogage : entrepreneuriat, start-up

Tous droits de traduction et d'adaptation réservés pour tous pays.

Copyright © 2018 Les Éditions Diateino

Éditrice : Louise Baudrillart

ISBN : 978-2-35456-296-0

L'auteur et les Éditions Diateino remercient Franck Rossi, expert-comptable et commissaire aux comptes, et le cabinet Premier Monde pour leur relecture avisée de ce livre.

Retrouvez-nous sur :

<http://diateino.com>

<http://facebook.com/diateino>

<http://twitter.com/diateino>

Xavier Milin

LEVER DES FONDS

Comprendre et maîtriser toutes les étapes

Préface de Denis Jacquet

diateino



Sommaire

Préface

Avant-propos

Quelles étapes pour une levée de fonds ?

CHAPITRE 1

Les différents acteurs de la levée de fonds

Love money : quand le financement vient de ceux qui vous aiment !

Les business angels auraient-ils perdu leurs ailes ?

Crowdfunding : le financement participatif à votre rescousse

Media for Equity, IT for Equity :

des opportunités trop méconnues

Ce qui se cache derrière les initiales « VC »

ICO, ou comment lever des millions en 30 secondes

CHAPITRE 2

Les documents incontournables

Le business plan : la pièce maîtresse

Les éléments financiers du business plan

Bonus : quelques conseils de plus pour rédiger votre business plan

Le pitch deck

L'executive summary

CHAPITRE 3

Bien se préparer

Est-ce le bon moment ?

Identifier les besoins

Les intermédiaires

Valoriser son entreprise

Comment éviter toute discussion initiale
sur la valeur

Cibler ses investisseurs

Et à l'international ?

A, B, C, la loi des séries

Les attentes des investisseurs

CHAPITRE 4

1, 2, 3... Prêt ? Pitez !

À chaque moment son pitch

Se préparer

Les 10 commandements du pitch

Les 5 questions sur le pitch

que vous n'oseriez pas poser

Pitcher à l'étranger : un nouveau challenge
pour vous

Quand le pitch tourne au tragique

La séance de questions/réponses

Faut-il se vanter d'avoir échoué pour mieux lever ?

Après le pitch ?

CHAPITRE 5

La lettre d'intention

Que contient une lettre d'intention ?

Négociez la lettre d'intention !

CHAPITRE 6

La due diligence

Bienvenue chez moi !

Un processus lourd

Bien se préparer à la due diligence

Faut-il tout dévoiler ?

Les sessions de questions/réponses

Les conséquences d'une due diligence

CHAPITRE 7

La négociation : moment complexe et terminologie barbare

Des intérêts à aligner

Dilution/dilution

Anti-dilution

Ratchet : une nouvelle protection

pour l'investisseur

Protection et transfert des titres

La séparation

Une sortie conjointe ou forcée ?

La clause de liquidité

Anticiper les conditions de vente :

la liquidation préférentielle

Attention aux mauvaises combinaisons

Le départ des fondateurs

Management package

Organiser la gouvernance

Les garanties octroyées

Les jeux ne sont jamais faits avant le « closing »

Quand c'est signé

CHAPITRE 8

Bien gérer la vie post-levée

Faire une pause et bien communiquer

Garder la tête froide

Premier challenge : croissance et structuration
des équipes

Second challenge : gérer ses investisseurs

Qu'attendre de vos investisseurs ?

La constitution du board et ses enjeux

Que communiquer aux investisseurs ?

Et comment ?

Choisissez votre commissaire aux comptes

Les échecs post-levée existent

Quelles leçons tirer de ces échecs ?

Conclusion

ANNEXE 1

Quelques outils pour vous aider
sur votre business plan

ANNEXE 2

Trouvez vos investisseurs

ANNEXE 3

Principales ICO en 2017

ANNEXE 4

Quelques vidéos à visionner en urgence
pour des pitches de haut vol

ANNEXE 5

Grille d'analyse de pitch

ANNEXE 6

Un exemple d'accord de confidentialité à faire
signer dans le cadre d'une due diligence

ANNEXE 7

Liste de documents demandés dans le cadre
d'une due diligence

ANNEXE 8

Le top 10 des mensonges des entrepreneurs

ANNEXE 9

Le top 10 des mensonges des fonds
d'investissement

ANNEXE 10

Modèle de lettre de refus d'un fonds
d'investissement

Préface

Le business plan pourrait être un exercice inutile... Ses prévisions ne sont jamais respectées et la brillante manipulation des tableaux Excel semble parfois la qualité la plus marquante de certains entrepreneurs. Quant à la levée de fonds, elle représente une perte de contrôle, une éviction contrainte de sa propriété et la non-maîtrise de son destin. Partant de ce constat, on pourrait questionner l'utilité du livre que vous vous apprêtez à lire. Et pourtant, c'est tout le contraire !

Bâtir un business plan est à la portée de tous. Mais le doter d'une vision, d'un contenu, d'une cohérence est réservé à peu d'élus. Comprendre cela sera votre premier pas vers ce club exclusif, dont les membres seront financés et qui pourront écrire leur avenir, tracer un chemin et le crier au monde.

Lever des fonds, c'est donner du carburant à son projet. Car un projet menacé en permanence par la panne sèche ajoute du stress à l'urgence, et de la douleur à un effort déjà difficile. Vous doter des outils pour réussir votre levée est donc la clé de votre sérénité. Comme pour le sport, la technique est au service du talent. Sans talent, la technique sera inutile. Mais sans technique, le talent sera insuffisant. Vous avez besoin de deux jambes pour courir, alors offrez-vous la seconde !

La cohérence du business plan et de l'équipe qui le porte est ce que les investisseurs vont tester en premier lieu. Pas la fantaisie de promesses faciles, pas l'excellence dans les tableaux croisés dynamiques, pas le clinquant du PowerPoint dont les décorations cachent souvent la pauvreté de la proposition. La cohérence. Elle est essentielle au corps humain, comme nous l'ont appris ceux qui ont découvert la cohérence cardiaque. Elle est essentielle pour mesurer, non pas le niveau de certitude de l'avenir que vous promettez, mais si les hypothèses ont été correctement posées et assemblées. La cohérence de votre approche, de votre équipe, de votre scénario principal et de votre plan B constitue un ensemble plus important que la beauté des pièces détachées !

Puis vient la résonance. Comment résonne l'œuvre ainsi assemblée ? Se traduira-t-elle par un succès d'audience à la radio de l'économie mondiale ? Peu importe en fait. La cohérence de votre projet et de l'équipe, la courbe d'expérience qu'elle va vous faire acquérir, permettront à votre talent de faire muter votre plan initial sur un autre terrain dès que ce sera nécessaire. La cohérence permet de penser que vous le ferez à temps. Vous sachant capable d'analyser l'incohérence, on vous sait capable d'accepter une erreur initiale et de la corriger. C'est là que la cohérence de l'équipe devient essentielle. La complémentarité. Car la force de l'homme réside dans sa diversité, dans le fait de savoir déposer son ignorance entre les mains d'un meilleur que soi et réciproquement. L'échec vient plus souvent d'un acharnement à ne pas voir l'évidence que du manque d'éléments techniques fondamentaux. La lucidité et l'adaptabilité seront deux qualités essentielles à votre réussite.

Pourquoi devoir faire autant d'efforts pour « vendre » une partie de son rêve à un « financier », qui vous « volerait »

une partie de ce rêve pour un « bas profit » ? Sans âme. Justement parce que dans ce domaine également, la complémentarité est la clé. Et le financement essentiel. Combien de projets magnifiques perdus, faute de capitaux suffisants ? L'entrepreneur doit se doter du moteur à propulsion des rêves : l'argent ! Il faut avoir les moyens de se tromper. Combien d'entrepreneurs sont-ils morts avec la satisfaction intellectuelle de ne pas avoir partagé leur capital ? Ils ont été « actionnaires uniques de leur liquidation judiciaire ». Le bonheur et la satisfaction qui s'ensuivent sont assez limités.

C'est justement parce que les business plans se réalisent rarement que l'argent est nécessaire. Pouvoir corriger et réussir, plutôt qu'échouer et vivre ensuite avec des regrets. Partager son capital, c'est partager sa passion et lui donner l'eau qui la fera bourgeonner. Une fleur épanouie est plus belle qu'une fleur séchée. L'investisseur vit souvent votre succès par procuration et pourra vous entourer de conseils, contribuer à ce que l'argent obtenu soit dépensé sagement. Il participe à la gouvernance. À l'équilibre. À la cohérence. Encore elle.

Vous avez du talent ? Donnez-lui des ailes. L'argent vous permettra de voler. Il faut savoir comment bâtir un business plan, présenter un dossier, produire un cas solide, réunir une « dream team », prévoir les questions qui vous seront posées, non dans un but de bachotage, mais pour questionner votre propre projet, le rendre plus fort. Ainsi préparé, au lieu de prendre neuf mois pour lever des fonds, vous en économiserez au moins trois, si ce n'est plus. En sélectionnant correctement vos fonds, vous opterez pour le sprint plutôt que la course de fond ! Je vous recommande donc le livre de Xavier Milin, car il puise ses cas et ses conseils dans l'expérience

de « l'homme qui murmure à l'oreille des chevaux de course » depuis des années. Des start-up à succès. Ce n'est pas l'ouvrage théorique d'un prof d'amphi répétant inlassablement la même histoire dépassée, année après année, mais celle d'un homme qui, chaque jour, accompagne des hommes et des femmes comme vous, évolue et s'adapte avec eux. Jeunes ou moins jeunes. Car la start-up, sachez-le, aux États-Unis comme en France, est le fait à plus de 40 % des plus de 50 ans ! Il n'est jamais trop tard pour bien réussir.

Bonne lecture ! Avec cet ouvrage, votre avenir est entre de bonnes mains. Les vôtres et celles de ceux dont vous devrez avoir le talent de vous entourer.

Denis Jacquet

*Entrepreneur et président
de Parrainer la croissance
et de l'Observatoire de l'ubérisation.*

*Auteur de Ubérisation : Un ennemi
qui vous veut du bien ? paru
chez Dunod en 2016 et récompensé
par le Turgot, l'AFIC et l'ANDRH.*

Avant-propos

Chercher à lever des fonds est un exercice exaltant et périlleux. Nombreux sont les entrepreneurs qui se sont laissés griser par l'exercice pour plus tard le regretter amèrement.

L'objectif de ce livre est de permettre à tout entrepreneur de comprendre comment fonctionne une levée de fonds, afin qu'il puisse se faire une idée aussi précise que possible de sa situation et de la stratégie à mettre en place.

Quelques précisions s'imposent.

Lever des fonds n'est pas une obligation, mais un moyen !

L'objectif de la levée de fonds doit toujours rester à l'esprit de l'entrepreneur : il s'agit de permettre à son entreprise de franchir une étape.

Commençons par un petit quizz :

- Votre offre est-elle commercialisée et rencontre-t-elle un début de succès ?
- Avez-vous un produit extrêmement innovant en cours de prototypage ?
- Votre société est-elle labellisée « Jeune Entreprise Innovante » ?
- Avez-vous identifié un problème que rencontre tout un chacun et pour lequel vous auriez trouvé une solution rentable ?

- Votre activité a-t-elle déjà plusieurs années d'existence et cherchez-vous à la développer à l'international ?
- Votre modèle axé sur le « freemium » rencontre-t-il le succès et pensez-vous que c'est le moment de chercher à le monétiser ?
- Avez-vous une vision à long terme de votre projet ?
- Votre marché cible dépasse-t-il le milliard d'euros ?
- Êtes-vous courtisé par les industriels de votre secteur ?

Si vous avez répondu oui à au moins une de ces questions, les pages qui suivent vont vous intéresser.

Avant de vous lancer bille en tête dans la préparation de votre « pitch deck » (présentation orale) ou de votre « executive summary » (synthèse de votre projet) et dans la recherche de contacts d'investisseurs potentiels, il est essentiel pour vous de travailler en amont, de comprendre pourquoi on lève des fonds, de savoir combien chercher et à qui vous adresser.

Ce livre va vous aider à comprendre les enjeux d'une levée de fonds et les stratégies à mettre en place en vous donnant tous les atouts pour réussir cette étape cruciale du développement de votre projet.

Vous ne serez pas nombreux à réussir, car la concurrence est rude et l'exigence de plus en plus forte. Alors mettez toutes les chances de votre côté et ne vous aventurez pas sur ce terrain sans y avoir bien réfléchi...

Quelles étapes pour une levée de fonds ?

Vous pensiez qu'il s'agirait d'une histoire de trois mois ? Eh bien détrompez-vous ! Une levée de fonds prend beaucoup plus de temps qu'on ne l'imagine. Il n'est pas rare de discuter avec des entrepreneurs qui vous expliquent avoir « levé » en un mois. Je les en félicite, mais suis toujours un peu dubitatif quant à leur notion du temps et je m'inquiète surtout de leur capacité à donner de faux espoirs à d'autres entrepreneurs qui abordent une levée...

Il faut en réalité compter environ six à neuf mois entre les premières prises de contact et la finalisation d'une levée. Si on ajoute à cela le temps pour préparer la documentation de présentation, les neuf mois sont largement atteints. Tablez donc sur cette durée dans vos projections de trésorerie afin d'éviter les mauvaises surprises. La figure qui suit résume le processus de levée de fonds.

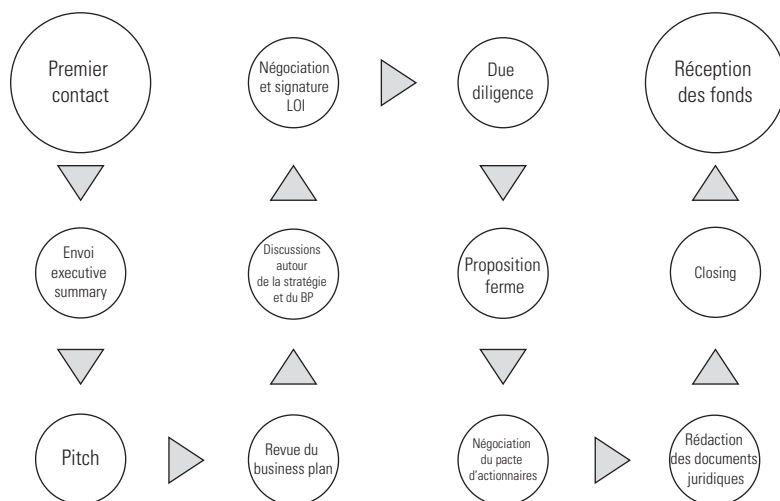


Figure 1 – Le processus de levée de fonds

À chaque étape vont correspondre des présentations de documents et des moments particuliers, toujours intenses. Le délai entre chaque étape est très variable, comme vous pourrez le constater dans ce livre. Le tout dépendra de vous et de votre capacité de préparation. Mais il ne faut pas oublier que, dans une négociation, on n'est pas seul, et que la partie adverse a aussi ses processus internes qui peuvent être longs et contraignants.

Avant de vous engager dans ce parcours du combattant, vous devez vérifier que vous êtes réellement prêt, cibler vos investisseurs et surtout travailler en amont sur l'ensemble des documents fondamentaux pour votre levée de fonds. C'est ce à quoi je vous invite dans ce livre.

La démarche de levée de fonds peut être comparée à une histoire de séduction, voire même une histoire d'amour un peu particulière, cette dernière devant aboutir à un « mariage », puis à une séparation inévitable.

Il y a en effet de nombreuses similitudes entre une levée de fonds et une histoire d'amour :

- une première rencontre ;
- un jeu de séduction ;
- des fiançailles ;
- un contrat ;
- une séparation.

Les différents acteurs de la levée de fonds

Il ne faut jamais oublier qu'une levée de fonds doit correspondre à un moment clé du développement de votre entreprise. C'est ainsi par exemple que vous pourrez chercher à « lever » lorsque vous aurez validé le projet et que vous lancerez la commercialisation de votre offre, ou encore lorsque vous déciderez de vous lancer à l'international, si cette démarche vous demande de la trésorerie. À chacune de ces étapes, selon les montants recherchés et l'avancement de votre projet, vous serez amené à rencontrer un ou plusieurs types d'investisseurs. L'objectif de ce chapitre est de vous expliquer qui ils sont, ce qu'ils attendent de vous, et enfin ce que vous-même pouvez attendre d'eux, ou pas...

La figure 2 présente les différentes levées de fonds qu'une start-up pourra rencontrer au cours des années, en fonction de l'évolution de ses avancées et besoins. Du « love money » à l'introduction en Bourse, il peut se passer de longues années, bien entendu. La courbe en pointillés illustre le niveau de prise de risque. Les montants investis initialement sont nettement plus faibles

que ceux qui arriveront plus tard, mais les premiers investisseurs prennent certainement, à leur échelle, le plus de risques dans l'aventure de l'entreprise.

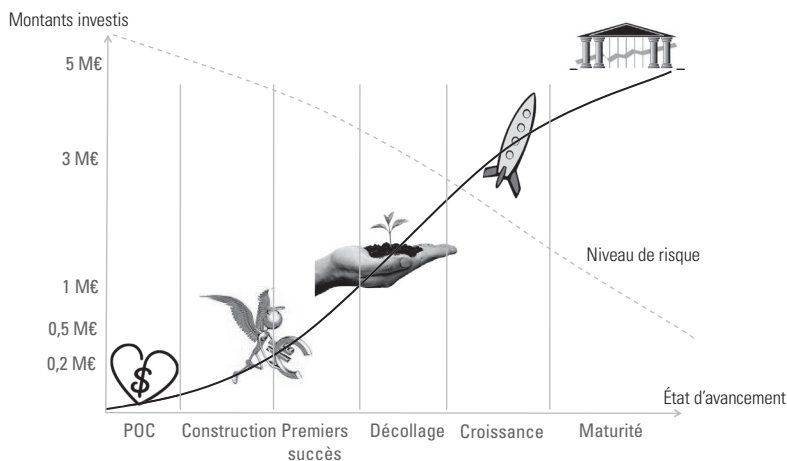


Figure 2 – Les différentes levées de fonds d'une entreprise dans le temps

Love money : quand le financement vient de ceux qui vous aiment !

Les 3 C du love money

Quoi de plus beau que l'argent de l'amour ! Ce sont ces fonds que vous allez pouvoir récolter auprès de personnes proches et qui vous veulent du bien. Bien entendu, il ne faut pas s'attendre à recevoir des millions d'euros dans ce cas, mais ce qui est important c'est de comprendre que cette trésorerie complémentaire va vous aider à financer votre preuve de concept, connue sous le fameux nom de « POC » (proof of concept).

Cousin, Copain et Crétin sont les « 3 C » qui résument le mieux les acteurs du love money.

➤ *Cousin, Copain*

Il est aisé de comprendre qu'il s'agit là de proches, de personnes bienveillantes qui vous font confiance et veulent vous aider. Ils ne s'intéressent que très rarement aux détails de votre projet. Ils vous connaissent et pensent suffisamment de bien de vous pour vous confier une partie de leurs économies. Leurs attentes sont d'ailleurs rarement de faire fortune avec votre projet, même si cet objectif reste dans la tête de tout le monde.

En lisant ces lignes, vous vous direz peut-être : « Mais je n'ai pas d'ami qui a 20 000 euros à me prêter ! Et pour ce qui est de ma famille, ce n'est pas là non plus que je vais trouver de quoi financer mon projet... » Voyons la chose autrement.

Tout d'abord, vous ne cherchez pas une seule personne pour financer l'intégralité du montant souhaité. Vous pouvez aussi tenter de chercher 1 000 euros auprès de 20 personnes. Ce sera peut-être plus simple et cela limitera le risque pris par chaque nouvel associé. En revanche, cela démultipliera votre nombre d'interlocuteurs. À vous de voir...

Enfin, ce n'est pas forcément le premier cercle de vos contacts qui va pouvoir vous financer. Vos amis ont des amis qui pourraient investir, et ces derniers ont eux aussi des amis, voire des cousins que cela pourrait intéresser. Cela permet de démultiplier les opportunités d'investissement.

➤ *Le troisième C*

Le troisième C désigne le « Crétin ». Le Crétin est un investisseur que vous ne connaissez généralement pas et qui n'est pas un business angel averti. Au cours d'un dîner ou d'un événement, vous lui expliquez votre projet

rapidement et il dégaine son chéquier. Vous pourrez y voir une réelle aubaine pour votre entreprise, confortant votre capacité à trouver des investisseurs avec un projet formidable, etc. Bref vous vous sentirez le nouveau Maître du Monde.

Maintenant, prenez un peu de recul ! Comment se fait-il que quelqu'un que vous ne connaissez pas, qui ne sait rien de vous et si peu de votre projet vous fasse un chèque sans sourciller ?

La plupart du temps, la bonne raison d'investir du Crétin en France est ce que l'on appelle la DÉFISCALISATION. Le mot magique. Le sésame du financement. Le Crétin souhaite ainsi bénéficier de réductions sur ses impôts. Ce chèque va en quelque sorte le soulager...

À la différence des autres C, notre Crétin ne vous connaît pas, et c'est réciproque. Et il va entrer dans votre capital... J'espère que vous comprenez dans quoi vous vous embarquez ? Tant que tout ira bien, vous n'entendrez pas parler de lui, mais à la moindre difficulté, il cherchera la petite bête et vous causera bien des soucis. Ce sera le premier à vous demander de lui rendre des comptes, voire de le rembourser (chose vécue mais, rassurez-vous, c'est impossible bien entendu pour un investissement en capital). Si un jour les affaires vont mal, ce que je ne vous souhaite pas, vous n'aurez pas forcément le temps ni l'énergie de faire face à l'un de ces spécimens. Réfléchissez : « Qui est le plus crétin des deux ? Celui qui investit ou celui qui permet à un inconnu d'entrer trop vite dans son capital ? »

Comment réussir une levée de fonds en love money ?

Vous découvrirez très rapidement que les investisseurs que vous invitez à votre capital en love money sont assez

rarement au fait des différentes obligations légales et plus généralement des principes régissant les souscriptions au capital d'une entreprise. Il faut les prendre par la main sur l'ensemble du processus de levée. C'est la clé de votre réussite pour cette première augmentation de capital.

Vos investisseurs potentiels doivent rapidement et le plus simplement possible comprendre ce à quoi ils s'engagent, quelles sont les contreparties de la levée de fonds, quel sera leur rôle en tant qu'actionnaires. Il est recommandé de préparer pour cela une documentation reprenant les éléments clés de votre business plan, les conditions de la levée, le pacte d'actionnaires proposé et le bulletin de souscription. Si ce document est élaboré correctement, il va simplifier tout le processus.

À quoi va servir cette première levée ?

Cette levée a plusieurs intérêts pour vous. Tout d'abord, il s'agit d'un premier apport extérieur en capital. Qui dit apport en capital dit apport de trésorerie pour mener à bien vos premières opérations et le plus souvent valider le POC (preuve de concept), mais aussi renforcer vos fonds propres. Les fonds propres sont la base d'analyse de vos autres sources de financement : banquiers ou structures de soutien via des aides et subventions. La plupart du temps, ils détermineront les montants de leurs prêts, avances remboursables ou subventions en fonction du niveau de vos fonds propres. Alors ne sous-estimez pas le montant de cette première levée !

Le love money va vous faire découvrir les joies de l'entrée de nouveaux actionnaires dans l'entreprise. Là où jusqu'à présent vous étiez entre associés fondateurs, pas forcément focalisés sur le respect des obligations

légales pour ce qui concerne la tenue des conseils ou des assemblées, vous vous retrouvez désormais avec des investisseurs qui attendent de vous le respect de l'ensemble de ces obligations.

À vous de mettre en place les processus nécessaires, de convoquer les actionnaires dans les temps ou encore de leur envoyer les éléments d'information qu'ils attendent.

Vos Cousins et Copains ne vous en voudront normalement pas trop si vous manquez une fois à vos obligations. Ils vous tireront peut-être l'oreille, mais dites-vous bien qu'il vaut mieux expérimenter la vie à plusieurs actionnaires avec du love money plutôt que de répéter le même type d'erreurs devant les business angels ou, pire encore, les VC.

Et si le projet se plante ?

Ce sont des risques qui doivent être clairement explicités à vos investisseurs de cœur. Ils doivent être au fait des risques qu'ils prennent en investissant chez vous.

Mais cela n'empêchera pas bien entendu des situations difficiles, où vous devrez rendre des comptes et expliquer à des personnes chères qu'elles ont perdu tout ou partie de leur capital investi...

Les business angels auraient-ils perdu leurs ailes ?

Au fil des ans, les profils des business angels (BA) ainsi que leurs attentes ont grandement évolué. Si à la fin du xx^e siècle (il n'y a pas si longtemps que cela !) on pouvait croiser des investisseurs qui croyaient en une idée et investissaient sur cette base, ce type de démarche est aujourd'hui nettement plus rare. Et ce, pour plusieurs raisons :

- Tout d'abord, il ne faut pas oublier que certains d'entre eux, qui ont connu les périodes fastes d'investissement, se sont vu compter ensuite les échecs de leurs poulains et sont devenus par la suite nettement plus difficiles dans leurs choix.
- Par ailleurs, le nombre de dossiers recherchant des investisseurs BA a littéralement explosé, ne laissant de place qu'à très peu d'élus.
- Et enfin, le monde des BA a su se structurer et les analyses des dossiers d'investissement se sont professionnalisées.

Aujourd'hui, 5 à 8 % des dossiers reçus par des BA reçoivent des financements.

Les angelstars

Ce sont des entrepreneurs qui ont réussi ces dernières années, et qui souhaitent réinvestir une partie de leur fortune dans des projets innovants. Nous parlons ici donc de « la crème de la crème du BA ».

Ils sont très sollicités et ont le plus souvent mis en place des véhicules d'investissement (des fonds) gérés par des équipes dédiées qui suivent les lignes du portefeuille.

C'est toujours très valorisant d'avoir réussi à convaincre ce type d'investisseur. L'effet « marketing » est très fort et vous allez grâce à cela attirer et convaincre d'autres BA. Au risque de vous décevoir, cependant, ne vous attendez pas à ce que ces « angelstars » arrivent à se rendre disponibles pour votre business. Ils ont souvent des agendas très chargés et une disponibilité réduite.

Les discrets

Ceux-là sont les plus difficiles à identifier et souvent à rencontrer. On parle ici de personnes qui ont les moyens

d'investir, le font, mais passent sous les radars de la presse spécialisée. Ils sont aussi bien organisés que les angelstars, utilisant pour leurs investissements des véhicules tels que des fonds qui gèrent leurs fortunes. Certains se spécialisent dans un secteur qu'ils connaissent bien et où souvent ils ont eux-mêmes réussi. À vous de les repérer...

Les clubs de BA : quand les business angels se regroupent

Bon nombre de BA se retrouvent dans des clubs. Il y en a ainsi plus de 80 en France, sous l'égide de France Angels.

Les clubs de BA sont souvent liés à une région, une école ou une thématique spécifique. Les réseaux sont normalement bien organisés, même si leurs processus de sélection et de décision d'investissement peuvent s'avérer assez différents d'un club à l'autre. On retrouvera cependant le plus souvent des objectifs et un état d'esprit similaires.

Le travail de présélection est toujours gage de qualité des dossiers présentés. Il vous sera demandé de présenter un dossier assez complet, puis de répondre à un ou deux entretiens pour ensuite passer en session « pitch » (présentation orale, voir chapitre 4) devant une audience d'investisseurs potentiels.

À l'issue de ce pitch, ils décideront ou non d'avancer avec vous et de commencer à étudier le dossier de près. Cette étude pourra prendre un peu de temps, et pourra aussi vous amener à « pitcher » une seconde fois, jusqu'à ce qu'un comité d'investissement décide finalement de donner le « GO/NO GO » de l'investissement. Vous l'aurez compris, cela ne va pas durer deux semaines...

Il est très rare qu'un réseau de BA puisse à lui seul vous permettre de trouver l'intégralité des fonds recherchés. Une levée auprès de business angels répond souvent à un besoin qui oscille entre 200 et 500 K€. Or le ticket moyen dépassera rarement les 15 à 20 K€, et un club de BA vous proposera rarement plus d'une dizaine d'investisseurs.

Cela signifie qu'il faut toujours contacter plusieurs clubs afin de finaliser une levée auprès de ce type de BA. La bonne nouvelle est que si votre projet plaît à l'un d'entre eux, ce dernier va naturellement le proposer aux autres clubs susceptibles d'investir. Ce sera même un gage de qualité du dossier et les portes des investisseurs s'ouvriront naturellement.

Par contre, cela implique aussi que vous devrez entrer dans un nouveau processus de sélection, parfois avec de nouvelles règles de sélection.

Bref, la levée de fonds auprès de BA peut d'une part vous demander beaucoup d'énergie et d'autre part durer. Accrochez-vous !

Bpifrance à la rescousse des BA

Depuis déjà plusieurs années, certaines régions ont mis en place des modalités d'accompagnement financier, en complément des investissements de ces réseaux. Il n'est pas rare de voir des fonds d'investissement dédiés, créés par les régions en vue d'investir auprès des réseaux, selon des modalités qui peuvent varier.

Bpifrance a aussi pris conscience des nombreuses difficultés que rencontraient les entrepreneurs à lever des sommes significatives auprès de réseaux de BA. Pour tenter de répondre à ce problème, Bpifrance a créé un nouveau fonds d'investissement, intitulé le « F3A »,

le Fonds Ambition Amorçage Angels pour investir aux côtés des business angels afin d'augmenter leur impact. Le F3A ne cible malheureusement que les entreprises du numérique, mais il constitue un réel facilitateur de financement. Il est ainsi présenté sur le site de Bpifrance : « Le dispositif facilite l'accès au capital en amorçage pour les start-up à fort potentiel de croissance, développant des technologies innovantes ou déployant des produits/services nouveaux ou des business models innovants. » Vous comprendrez donc qu'une start-up lançant une énième plateforme de e-commerce aura du mal à susciter l'intérêt du F3A...

Le F3A investit dans une logique de « un pour un ». Si un ou plusieurs réseaux de BA peuvent investir 400 000 euros dans votre entreprise, le F3A est susceptible d'investir en parallèle 400 000 euros. Le maximum annoncé est de 1,5 million d'euros, ce qui constitue déjà un lourd investissement pour des business angels.

Avec une équipe dédiée et efficace en face de vous, vous allez pouvoir solliciter le F3A en amont d'une recherche de fonds auprès des réseaux de BA, ou au cours de cette levée. Faites-le suffisamment tôt dans le processus de levée car ce sera un réel atout de pouvoir annoncer à vos interlocuteurs que le F3A vous soutient. Une partie du financement est assurée, et les BA, eux, sont rassurés. Tout le monde y gagne.

Ce qu'ils attendent de vous

Selon les clubs de BA, le nombre de dossiers reçus peut être très différent. Mais, quel que soit le nombre de dossiers, les statistiques ne trompent pas. Sur 100 dossiers reçus, seuls huit dossiers au plus trouveront des investisseurs. La concurrence est donc très rude, et

les critères de sélection ont beaucoup évolué au fil du temps.

Sans vouloir généraliser, et au risque de fâcher certains BA, on peut constater que le soutien de projets en démarrage est de moins en moins fréquent. Même si ce n'est pas forcément ce qu'ils annoncent, les BA vont souhaiter voir un vrai début de chiffre d'affaires ou au moins une belle traction¹. Rien de mal à cela bien entendu, mais malheureusement cela laisse au bord de la route bon nombre de jolis dossiers qui vont devoir avancer tout de même.

Vous serez attendu sur votre capacité à expliquer votre offre, en quoi vous résolvez un problème crucial, le marché que vous ciblez et la concurrence. Nous reviendrons sur ces points dans la préparation de la levée de fonds.

➤ *L'équipe, l'équipe, l'équipe !*

Leurs attentes vont aussi porter sur l'équipe, ce qui peut être un souci lorsque le projet est jeune. Parfois l'entrepreneur a développé seul son activité avec quelques stagiaires et un prestataire de services, par exemple pour le développement d'une plateforme ou d'une application.

Difficile dans ce cas de montrer une équipe soudée et complémentaire qui porte le projet. Il est conseillé de prouver au moins que l'on sait s'entourer, via la mise en place par exemple d'un comité stratégique ou scientifique. Ces comités n'ont pas de rôle décisionnaire au sein de votre entreprise, mais vont simplement vous accompagner d'une manière bienveillante dans les prises

1 - On parle ici d'une évolution très favorable d'un nombre d'utilisateurs, de clients ou de produits vendus.

de décision importantes. Réunir ce type de comité sera aussi l'occasion de prendre du recul sur votre projet.

Un comité stratégique ou scientifique devrait comporter :

- six personnes au maximum ;
- un ou deux experts dans votre secteur d'activité ;
- un profil technique ;
- un profil financier ;
- un commercial/marketeur ;
- un investisseur potentiel.

Les clubs de BA ont enfin une approche plus « terre à terre » que certains fonds d'investissement, avec des réflexes plus court-termistes. Il n'est pas rare que lors d'une présentation vous soyez interrogé sur votre point mort ou sur l'évolution de votre résultat au cours des prochaines années. Sachez qu'ils attendent de voir du profit au bout de deux ou trois ans.

Que pouvez-vous attendre des business angels ?

La moyenne d'âge dans les clubs de BA oscille entre 45 et 70 ans. Vous êtes donc en face de personnes expérimentées qui ont de l'argent et veulent le faire fructifier avec vous. C'est une chance car ces investisseurs ont du réseau et de l'expérience. À vous de savoir capitaliser là-dessus !

Il faudra ainsi identifier les profils qui présentent de l'intérêt pour vous : experts sur un sujet particulier, carnets d'adresses exceptionnels... ont autant, voire plus de valeur que le cash que vous aurez obtenu de ces derniers. N'oubliez jamais que les business angels ont tout autant intérêt que vous à voir votre entreprise prospérer.

Dernier point : certains BA ne sont plus en activité et s'ennuient un peu. Ils sont ainsi très disponibles... et parfois trop. Certains n'hésiteront donc pas à vous appeler

souvent. Deux manières de gérer cette situation : soit vous identifiez des sujets où ils peuvent s'avérer utiles et vous utilisez à bon escient leurs temps et compétences, soit vous leur rappelez que vous dirigez une entreprise dans laquelle ils ont investi et qu'il y a dans l'année des rendez-vous où vous avez l'occasion de rendre des comptes, mais que vous ne pouvez pas le faire de manière systématique à chaque appel d'un investisseur. Plus facile à dire qu'à faire, mais cela vous rendra service... On ne froisse pas un investisseur, mais on doit savoir mettre des limites à l'ingérence.

Comment gérer autant d'investisseurs ?

Lorsque vous avez eu l'occasion de faire entrer du love money à votre capital, vous avez vécu vos premières expériences avec des investisseurs extérieurs. Les business angels arrivant au capital vous apportent aussi un lot de nouveautés. La première grande différence avec le love money est que vous ne les connaissez pas vraiment, si ce n'est à travers des rencontres qui ont séquencé les négociations. Vous allez devoir maintenant les accepter comme investisseurs, en faire venir au sein de votre « board » (voir chapitre 8), et mettre en place des rendez-vous réguliers d'information et de décision. Si les investisseurs en love money ne se sont que très peu préoccupés de ce qu'il y avait dans le pacte d'actionnaires, vous avez déjà dû vous rendre compte que ce sera différent avec les business angels. Maintenant que tout est signé, à vous de jouer et de respecter vos engagements ! Les clubs de BA investissent de manière différente. Certains ont des véhicules d'investissement déjà existants qui détiennent les différentes participations des fonds, d'autres se regroupent pour investir chez vous, et enfin

certaines laissent leurs membres investir à titre personnel. Dans ce dernier cas, vous pouvez vous retrouver face à 50 investisseurs particuliers. Un vrai challenge pour la signature de la levée d'une part, mais surtout pour les assemblées générales qui suivront (convocation, gestion des pouvoirs, quorum...).

Organisation et rigueur seront les maîtres-mots.

Crowdfunding : le financement participatif à votre rescousse

Cela ne fait que quelques années que le financement participatif voit son activité se développer dans le monde entier, avec le marché américain comme réelle plateforme expérimentale. Le modèle n'est cependant pas récent. Bon nombre de cultures font en effet appel à des financements groupés pour lancer des projets. On appelle cela les « tontines ». Une fois de plus, Internet permet à une solution de service historique de se déployer à une échelle totalement différente.

En France, il a tout d'abord fallu faire face à une législation peu favorable au sujet.

Il existe plusieurs types de financement participatif :

- le financement contre dons ;
- le financement en prévente ;
- le financement contre prise de participation ;
- le financement contre prêt.

Chaque type de financement participatif répond à un besoin et à un timing différent.

Financement contre dons

Nous sommes là en présence de besoins financiers peu significatifs. Il peut s'agir par exemple du besoin de

financer une campagne marketing, la participation à un salon, ou de lancer un projet associatif.

La plupart du temps, il ne vous sera pas demandé de contrepartie aux dons effectués par les internautes. On voit cependant assez souvent des propositions de stickers ou tee-shirts. Ce sont de petits gestes qui comptent.

Bon nombre de plateformes se sont lancées ces dernières années. Elles apportent un soutien publicitaire et logistique à l'opération de financement. Cependant, le nombre de campagnes allant croissant, il est de plus en plus difficile de se faire remarquer sur ces plateformes. C'est donc à vous d'activer la viralité du financement. On va attendre de vous une vidéo qui retiendra l'attention, circulera sur les réseaux sociaux et fera le buzz, pour mettre en avant votre projet. La plateforme attend donc aussi de vous que vous fassiez sa publicité. Cela paraît étrange, mais c'est la réalité.

Financement en prévente

Vous avez conçu et développé un produit « grand public » et cherchez maintenant à passer à une phase de production. Votre prototype fonctionne et plaît autour de vous. Voici autant d'indicateurs qui pourraient confirmer l'intérêt de passer par une plateforme de financement en prévente.

Le fonctionnement est simple. Vous mettez en avant votre produit, son côté « waouh ! » ou proposez un tarif intéressant pour ces « early-adopters » que vous cherchez à séduire. Mais le véritable challenge est d'atteindre votre objectif de ventes. Car s'il n'est pas atteint, cette prévente tombera à l'eau.

C'est un moment très excitant pour des entrepreneurs qui testent pour la première fois en grandeur nature leur

produit. Les retours du marché sont déterminants : ils vont vous conforter dans votre positionnement, ou totalement vous calmer et vous pousser à revoir votre copie. Si le test du marché est important, n'oublions pas l'objectif premier de votre démarche : le financement de cette première production. Il y a ainsi de vrais enjeux de trésorerie. Réussir une telle campagne vous confirmera la réalité du marché ciblé, mais ce sera aussi une source de financement saine, car elle proviendra de clients, des vrais !

Ces financements peuvent porter sur les ventes de produits, mais aussi des lancements de disques, de livres ou encore la production de films. C'est un modèle qui ouvre de nombreuses possibilités, et où se sont engouffrés beaucoup d'acteurs, au risque d'en faire suffoquer plus d'un.

Comme pour le financement contre dons, vous aurez besoin de vous faire remarquer, et ne pourrez pas lancer de campagne sans avoir mis en place une réelle stratégie de notoriété. Comptez surtout sur vous !

Le financement contre prise de participation

Ce modèle est celui qui va se rapprocher le plus du monde des business angels. D'ailleurs, il est souvent complémentaire ou se substitue au financement par des BA.

Les plateformes de « Crowdfunding for Equity » vont tout d'abord vous rencontrer et analyser votre dossier. Cette analyse est en principe réalisée par des analystes expérimentés qui vont passer très attentivement en revue votre business plan, sous tous les aspects clés (offre, marché, projections, équipe...). Votre dossier sera ensuite validé – ou non –, et il sera alors proposé sur la plateforme.

Les plateformes sont soumises à une réglementation stricte de l'Autorité des marchés financiers en France.

C'est normalement un gage de la qualité du travail effectué.

Ici encore, on compte sur vous pour en faire la promotion. Il faut signaler cependant que ces plateformes fonctionnent parfois avec des clubs de business angels ou des investisseurs expérimentés qui regarderont eux aussi d'un œil critique votre projet. Il se peut très bien que soient organisés des rendez-vous physiques avec les investisseurs potentiels avant que le dossier ne soit bouclé. C'est préférable, car n'oubliez pas que vous allez passer plusieurs années avec ces nouveaux investisseurs...

Lorsque l'investissement est validé, deux modèles de véhicules peuvent être mis en place : création d'une société qui regroupe tous les investisseurs, ou investissement direct. Le premier modèle est plus simple, mais il y a un coût pour les investisseurs, car la société est gérée par la plateforme qui encaisse des frais de gestion, le second est gratuit mais plus complexe : vous serez face à un grand nombre de petits investisseurs. Le choix n'est pas toujours simple.

Le financement contre prêt

Ce modèle n'est pas à proprement parler un financement en fonds propres, mais un endettement auprès de particuliers qui, via une plateforme de « crowdlending », vont prêter de l'argent à votre entreprise.

Autorisée depuis le mois d'octobre 2014 en France, très réglementée et encore contraignante en termes de montants investis, cette opportunité n'en reste pas moins une vraie avancée dans le financement des entreprises, car les particuliers avaient jusqu'alors l'interdiction formelle d'usurper le rôle monopolistique de la banque.

À faire avant de se lancer sur une plateforme

Les acteurs de ces financements sont tous relativement jeunes. Parfois généralistes, parfois spécialisés, cherchant eux-mêmes à lever des fonds, ils veulent pouvoir compter sur vous pour les promouvoir.

N'oubliez pas, lorsque vous regardez ces opportunités, d'étudier pour chaque plateforme la tarification proposée, sa stratégie d'accompagnement de votre campagne et de communication auprès de ses réseaux, le service qu'elle vous propose en tant qu'entrepreneur, et demandez toujours des références.

Dernier point : si ces plateformes sont soumises à une réglementation spécifique, demandez de vérifier les autorisations officielles !

Media for Equity, IT for Equity : des opportunités trop méconnues

Vous en avez peut-être entendu parler un jour, mais n'avez jamais bien compris de quoi il s'agissait. Il existe en effet assez peu de littérature sur le sujet. Le principe est pourtant très simple : il s'agit de proposer des parts de votre capital contre des services, et non de la monnaie sonnante et trébuchante. Vous allez faire entrer à votre capital des acteurs qui seront là pour vous faire passer à l'étape suivante de votre projet.

Prenons deux exemples.

1. *Vous avez développé une offre en B to C, s'adressant donc au grand public. Si vous avez réussi à séduire les fameux « early adopters », il vous faut maintenant conquérir le reste du monde. Et, pour cela, vous n'avez pas le choix. Il faut absolument lancer des campagnes de promotion via l'affichage, ou encore des spots publicitaires. Nous*

savons tous que cela peut coûter très cher. Les acteurs du Media for Equity vont vous aider. Ils vont identifier avec vous des acteurs qui sont prêts à vous allouer des espaces publicitaires, sans contrepartie financière, mais en échange de parts dans votre société. C'est une opération qui peut s'avérer « gagnant-gagnant » car vos investisseurs connaissent parfaitement leur métier et vont tout faire pour que leur investissement en nature devienne un succès. Venant des pays du nord de l'Europe, cette démarche a vu le jour en France en 2012, et commence à porter ses fruits.

2. *Dans ce second exemple, votre entreprise souhaite développer une plateforme de place de marché au concept réellement hors du commun. Vous avez l'idée, vous avez identifié votre marché cible, votre manière de gagner de l'argent, etc. Mais vous n'avez pas encore créé la plateforme. Il vous faut trouver l'équipe de développeurs « freelance » qui déchire, ou encore recruter le meilleur développeur du monde... Bonne chance ! Mais vous pouvez là aussi faire appel à des acteurs de la place dont le métier est le développement de plateformes et qui pourront vous proposer de développer votre société contre des parts de capital.*

« Brain », « service », « advisory », « growth-hacking »... On trouve de plus en plus de « X » for Equity. Comme pour tout, il convient d'être méfiant et surtout de ne pas oublier que si le travail qu'ils fournissent n'est pas de la qualité attendue, ils resteront vos actionnaires pour quelques années...

Ce qui se cache derrière les initiales « VC »

Le VC est un « venture capitalist », c'est-à-dire celui qui va gérer les fonds et décidera d'investir ou non chez

vous. D'ailleurs en français, nous devrions plutôt parler de GF, « gestionnaire de fonds ».

En France, l'AFIC, anciennement Association française des investisseurs en capital, devenue aujourd'hui Association française des investisseurs pour la croissance, regroupe l'essentiel des fonds et gestionnaires de fonds de la place. Cette organisation a mis en place depuis plusieurs années des bonnes pratiques qui règlementent en quelque sorte le fonctionnement des fonds.

Comment fonctionne un fonds ?

Comme son nom l'indique, le gestionnaire de fonds va gérer un ou plusieurs fonds. Mais ces fonds ne tombent pas du ciel !

Avant de gérer un fonds, il va falloir le créer. Créer un fonds n'est pas une mince affaire. Il s'agit de convaincre des investisseurs de vous confier une partie de leur trésorerie pendant une période allant de huit à dix ans. La vie d'un fonds est en effet de huit ans avec un prolongement possible de deux années supplémentaires.

Le gestionnaire va donc devoir lui-même se présenter, montrer un « track record » de succès, tant dans le cadre d'investissements préalables que de retours sur investissements... en gros, il va « pitcher » lui aussi ! Et pas pour demander 1 million d'euros, vous imaginez bien.

Lorsqu'il aura réussi à récolter les fonds nécessaires, et rempli les obligations légales liées à la constitution du fonds, il sera temps d'investir les fonds qui lui sont confiés. Dans huit à dix ans, il aura pour mission de rendre les fonds ainsi investis avec une plus-value sur les investissements.

Notre VC n'est pas bénévole. Pour mener à bien sa mission, il est rémunéré. Il perçoit annuellement un

pourcentage des fonds investis. Ce montant lui permet de structurer une équipe qui analysera et suivra ensuite vos dossiers en cas d'investissement. Ensuite, il va être intéressé au succès de ses investissements. C'est ainsi qu'il lui sera octroyé un pourcentage des plus-values réalisées, avant reversement aux investisseurs. Un fonds va en moyenne conserver 15 à 20 % des plus-values réalisées. Certains fonds parmi les plus réputés dans le monde vont pousser leurs prises de bénéfices à près de 35 %.

Tout l'enjeu pour notre VC est donc d'investir dans les bonnes structures, au bon moment et surtout de savoir en sortir. Rappelez-vous ! Un fonds a une durée de vie de dix ans maximum. Le VC doit donc identifier des sources et investir pendant les premières années, et sortir ensuite. Ce point est essentiel pour comprendre l'état d'esprit des investisseurs et identifier le bon timing.

Un VC qui gère un fonds de plus de cinq ans n'investira pas pour la première fois dans une société. Il pourra en revanche être amené à investir lors d'un second ou troisième tour de levée, mais il sera nettement plus focalisé sur les opportunités de sortie. Ces opportunités de sortie ont toujours été analysées en amont par le VC. C'est d'ailleurs un des éléments clés qui l'a aidé à valoriser votre entreprise (voir chapitre 3). Car l'objectif est de gagner de l'argent sur les investissements effectués, et ce sur un temps relativement court.

Le VC cherche à identifier des projets dont la valeur au bout de trois ans aura été multipliée par un coefficient allant de 5 à 10. Cela implique une forte croissance, un marché solide, une équipe en or et une offre différenciante. Vous reconnaissez-vous dans la cible ?

Le VC et vous...

La relation avec les VC est à construire. C'est d'ailleurs pour cela que vous les rencontrerez certainement très vite lors de vos recherches de levées de fonds si votre projet peut susciter un intérêt chez eux. Cela ne signifie pas pour autant qu'ils mettront un premier ticket chez vous, ne rêvez pas... Mais ils vont vous suivre dans le temps, voir comment l'équipe se construit, si l'offre évolue et si le business se développe. Il se peut qu'ils reviennent vers vous par la suite pour vous proposer de faire le point. Ce sera bon signe.

N'attendez jamais qu'ils vous contactent. Votre mission est de maintenir le lien avec eux. Si vous avez réussi à créer une relation, suite à un premier rendez-vous de prise de contact, le gros est fait. Tel le commercial chasseur/cultivateur, votre mission est maintenant de cultiver la relation. Pour cela, ne les abreuvez pas de mails, ne les harcelez pas au téléphone !

Mettez juste en place une newsletter focalisée « investisseurs potentiels », à envoyer tous les trimestres, où vous faites état de l'avancée de votre projet et où vous mettez en avant en priorité les bonnes nouvelles (validation d'un POC, gros client signé, première levée, etc.). Ils ne vous répondront pas forcément, mais ils vous garderont en mémoire.

De la même manière, rien ne vous empêche, si vous vous posez une question stratégique, de contacter les VC avec lesquels vous avez les meilleures relations. S'ils ont le temps, ils seront ravis de vous aider autour d'un café. Derrière le VC se cache un être humain, après tout ! Et charge à vous de montrer que derrière le nom de votre start-up se cache aussi une équipe de qualité et des gens avec lesquels il est agréable d'échanger et envisageable de travailler !

En moyenne, un fonds va investir chaque année dans 10 à 15 projets, pour 1 000 à 1 500 dossiers reçus. En 2016, une étude montrait que le temps passé sur votre business plan pouvait ne pas dépasser les 5 minutes si le dossier n'était pas convaincant.

Mettez tous les atouts de votre côté ! Nous verrons comment dans le chapitre 3.

Être prêt est une chose. Avoir créé la relation de confiance en amont en est une autre : le travail à terme sera facilité de façon significative.

ICO, ou comment lever des millions en 30 secondes

Il faut toujours faire attention aux phénomènes de mode, mais force est de constater que l'année 2017 a bien été celle du lancement de levées de fonds d'un tout nouveau genre. Ce type de levée est directement lié à ce qui est communément appelé les « tokens » (jetons), ou monnaies virtuelles établies sur des principes liés au monde de la « blockchain ». Qu'advient-il de ces levées de fonds à terme ? Il est encore trop tôt pour répondre...

Une ICO est une « initial coin offering », terminologie employée en comparaison d'une IPO, « initial public offering » qui est la terminologie anglo-saxonne de l'introduction en Bourse.

L'ICO propose de lever des fonds sous forme de « monnaie virtuelle », aussi appelée « crypto-monnaie », en ouvrant ainsi son capital à des investisseurs dans une logique assez similaire au crowdfunding, mais via des tokens. On appelle aussi les ICO, « token crowdsales ». Pour simplifier, imaginons qu'un ICO permette à un client de Carrefour d'acheter des actions de la société avec ses points de fidélité.

En 2017, ce ne seront pas moins d'1 milliard de dollars de fonds qui auront été levés par ce biais, et pour des sociétés se trouvant à des stades très peu, voire trop peu avancés. (Une liste des principales levées de la sorte est présentée en annexe 3.)

La synthèse présentée en figure 3, effectuée par le site spécialisé dans la crypto-monnaie, Smith and Crown², montre (à fin septembre 2017) les volumes d'échanges de tokens depuis trois ans. L'implosion en cette année 2017 est flagrante.

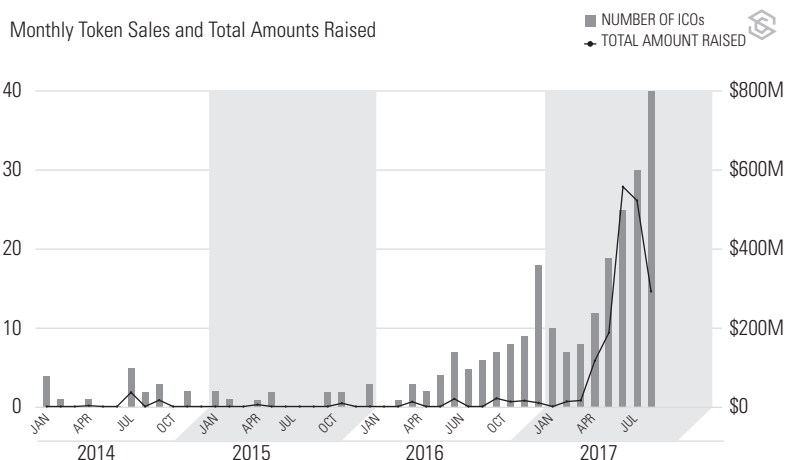


Figure 3 – Volumes d'échanges de tokens

Source : Smith and Crown, 2017

Voici comment marche une ICO :

- L'entreprise qui cherche à lever des fonds va pouvoir émettre des tokens sur une plateforme de crowdfunding spécialisée. Il s'agit là de proposer à des investisseurs des droits à partage des profits de l'entreprise, comme pour les actions et leur droit à dividende.

2 - <http://smithandcrown.com>

- L'entreprise soumet alors le projet sur la plateforme et les tokens sont proposés aux investisseurs, qui paieront via une des crypto-monnaies que nous connaissons sur le marché, comme le bitcoin ou l'éther.
- Les conditions de levée sont déterminées à l'avance, comme pour une levée en crowdfunding habituelle, dans la logique du « *First In, First Served* » (premier arrivé, premier servi).
- Les tokens seront ensuite, tout comme dans une logique boursière, elles aussi spécialisées. La seule et grosse différence est que ces places de marché restent à ce jour non régulées et donnent lieu à une spéculation hors du commun.

L'intérêt est ainsi de pouvoir acheter lors de l'ICO des tokens afin d'en obtenir le meilleur prix, quitte à les revendre ensuite très rapidement. Les levées de fonds deviennent donc des courses de sprint pour spéculateur, favorisant des levées rapides et significatives.

Autre différence majeure avec un marché régulé : les projets n'ont pas fait leur preuve. Ajoutons même que les projets présentés ne sont souvent que des « livres blancs » et que si l'idée est bonne, il est encore difficile de savoir ce qu'il en sera de sa réalisation. Le risque d'investir dans des projets sans avenir, voire, disons le mot, de se faire arnaquer, n'est pas nul. Il faudra donc, d'une part, que les investisseurs fassent eux-mêmes leur propre analyse du projet et de l'équipe avant de se lancer et, d'autre part, que les entrepreneurs sachent mettre en avant tous les atouts de leur projet. Nous n'éviterons pas dans les prochaines années quelques lourdes déceptions sur ces ICO.

Le marché des ICO n'est pas régulé et les États restent encore dépassés par un phénomène qui leur semble incontrôlable. Les natures mêmes des transactions restent floues. Des pays comme la Chine interdisent les ICO qui soulèvent dans le monde entier bon nombre de questions techniques et juridiques. D'autres, comme la Suisse ou encore l'île de Man favorisent ce type de démarches.

Par ailleurs, l'évolution des cours de ces crypto-monnaies fait fluctuer de manière extrêmement significative le prix des jetons. Des sites comme <http://coinmarketcap.com> donnent l'ensemble des valorisations en temps réel des différents tokens. Le site <http://ico-list.com> répertorie les ICO en cours et terminées.

En utilisant la forte de frappe des réseaux et en faisant tomber totalement les barrières entre tous les types d'investisseurs, les entreprises qui se lancent dans une ICO vont accélérer une capacité de financement d'une manière encore jamais vue auparavant.

Le problème de la fluctuation des monnaies engagées reste un point critique. Nous ne parlons que de crypto-monnaie, dont la fluctuation au cours des mois est très forte. La figure 4 présente l'évolution du cours du bitcoin de juillet à mi-novembre 2017. Le cours évolue du simple au double, avec des variations au sein d'une même journée qui dépassent de loin les fluctuations autorisées sur les marchés régulés.



Figure 4 – L'évolution du cours du bitcoin de juillet à mi-novembre 2017 sur Kraken

Source : bitcoin.fr

L'incertitude réglementaire reste aussi un risque majeur auquel il va falloir être attentif. Il existe encore un vide juridique entourant les ICO, même si la notion de tokens a soulevé depuis quelques temps de nombreuses questions au sein de la Securities and Exchange Commission (SEC).

- En effet, ces tokens sont-ils des opportunités d'investissement au sens juridique du terme ?
- Peut-on présenter les tokens comme des éléments de spéculation ?
- Peut-on annoncer qu'un token va donner droit à dividendes ?

Voilà autant de questions que les entreprises qui lancent des ICO tentent de contourner mais pour lesquelles des réponses devront bientôt être données par les autorités.

Nous sommes donc face à une possible totale révolution des modèles de levée de fonds, mais les incertitudes restent encore très grandes. Les premiers succès d'entreprises financées en ICO ne pourront que rassurer l'ensemble des investisseurs. Un processus de

réglementation sera forcément lancé dans les prochaines années.

Si vous voulez suivre l'actualité des ICO, consultez des sites spécialisés comme ICOmentor.net, par exemple.

L'ICO est quoi qu'il en soit un phénomène révolutionnaire et passionnant.

Les documents incontournables

Vous ne pourrez pas éviter un gros travail de rédaction... Considérez cet exercice comme une réelle opportunité pour votre équipe et vous, bien que tout le monde préfère être sur le terrain pour développer et vendre son offre. Vous allez très vite comprendre l'intérêt de travailler sur ces documents qui vous permettront non seulement de confronter vos idées entre fondateurs ou associés, mais aussi de mettre en place une ligne de conduite à suivre pour les mois, voire les années à venir.

Ces documents vont ainsi vous permettre d'identifier ensemble qui vous êtes vraiment, ce que vous faites, pourquoi vous vous êtes lancé dans cette aventure et surtout comment vous voyez l'avenir ensemble, et notamment avec de nouveaux investisseurs.

Je suis le premier à dire aux entrepreneurs que leurs meilleurs financeurs sont leurs clients, mais je vous rappelle que vous cherchez à lever des fonds pour pouvoir passer à l'étape suivante et développer une offre qui changera peut-être le monde. Le travail sur ces documents permet la confrontation de points de vue sur l'organisation de l'entreprise à court et moyen terme ainsi

que sur les différents éléments du business model. Il n'est ainsi pas rare qu'après un travail aussi poussé, les associés identifient de nouvelles pistes de développement ou décident même de changer leur manière de vendre.

Rappelez-vous aussi que votre lecteur reçoit de très nombreuses sollicitations et tout autant de documents à lire et comprendre. Statistiquement, il ne passera pas plus de 5 minutes sur une première étude de votre dossier. Cette revue expresse permet à l'investisseur de « verticaliser » une grande partie des dossiers reçus (direction la poubelle). Votre lecteur s'ennuiera vite et ne s'attardera pas si la forme complique l'accès au fond. Attachez autant d'importance à la rédaction qu'à la mise en page et au contenu de vos documents.

De quels documents parlons-nous ?

Il y a trois documents que vous devrez préparer, dans cet ordre :

1. Le « **plan d'affaires** », bien connu sous l'anglicisme « **business plan** », document d'une trentaine de pages.
2. Le « **pitch deck** », qui est un concentré de votre business plan en une douzaine de pages et qui sera la base de vos présentations de pitches, que nous évoquerons au chapitre 4.
3. L'« **executive summary** », qui va à son tour concentrer les éléments du pitch deck en une ou deux pages maximum.

Vous l'aurez compris, il existe une logique de préparation des documents : vous concentrer sur la rédaction d'un executive summary sans avoir au préalable rédigé le business plan est possible mais peut s'avérer compliqué. À vous de voir !

Sur les documents nécessaires et l'importance à leur donner, plusieurs positions s'opposent. Certains vous diront que seul le pitch suffit et que pour le reste, tout se traitera dans le cadre des entretiens et des processus de « due diligence ». Charge à moi de vous convaincre que cette position n'est pas idéale, et ce pour de multiples raisons.

Le business plan : la pièce maîtresse

Tout doit partir de ce document, qui couvrira en une trentaine de pages un ensemble de sujets incompressibles, dans une logique d'organisation qu'il est tout à fait possible de faire évoluer à sa guise, bien entendu.

Ne partez pas en courant ! Quel que soit le stade de développement de votre entreprise, ce document aura une utilité. Lorsque vous avez voulu ouvrir un compte pour votre entreprise en France, votre banquier ne vous a-t-il pas demandé votre business plan ? Lorsque plus tard vous irez lui demander un financement complémentaire, quelle sera la première chose qu'il vous réclamera ? Je ne suis pas banquier, mais je veux bien parier que sa question sera : « Au fait, avez-vous mis à jour votre plan d'affaires ? Je vais en avoir besoin pour soutenir votre dossier auprès de mes supérieurs. »

Je passe bien entendu sur l'intérêt de savoir écrire votre vision noir sur blanc et de vous projeter avec votre équipe sur des échéances plus lointaines, au-delà de la fin du prochain semestre.

En lisant votre business plan, l'investisseur potentiel doit trouver au moins la réponse aux questions suivantes :

- À quel problème répond votre offre ?
- Le problème de vos clients potentiels en est-il vraiment un ?

- Y a-t-il une chance pour que des clients payent pour cette offre ?
- Si oui, quel est le profil de vos clients cibles ?
- Quel prix seront-ils prêts à payer ?
- Existe-t-il d'autres acteurs qui traitent déjà ce problème ?
- L'équipe qui est derrière ce projet est-elle réellement celle qu'il faut ?
- Est-il possible de se projeter avec cette équipe dans le futur ?
- Combien d'argent investir pour que ce projet ait des chances de réussir ?
- Combien pourra-t-il dégager de plus-values à cinq ans ?

Faites en sorte de présenter ce document de manière professionnelle pour qu'il retienne l'attention des investisseurs potentiels. Écrire 30 pages, cela peut sembler énorme, mais compte tenu de toutes les informations que vous allez mettre en avant, elles seront vite remplies...

Plongeons donc à présent dans notre business plan. Le modèle que je vous propose ci-après (figure 5) doit suivre une certaine logique.

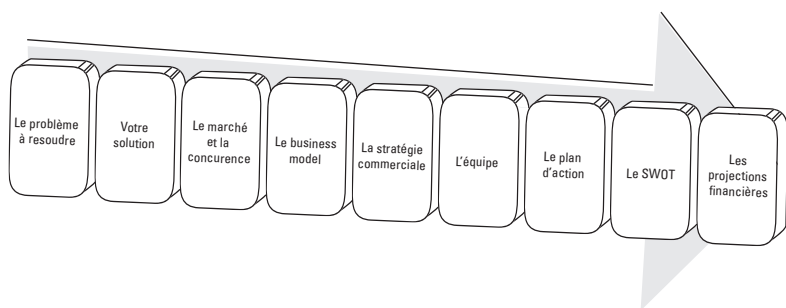


Figure 5 – Un modèle de business plan

Comprenez bien ce que l'on attend de vous : votre business plan doit raconter une histoire, une belle histoire dans laquelle vous allez emporter votre lecteur. Si vous vous contentez d'expliquer votre idée, vous n'irez pas bien loin. **Toutes les bonnes idées sont dans l'air. Seul celui qui saura les mettre en exécution de manière efficace réussira.**

Votre business plan doit tout d'abord être concret et cohérent. Les données qui sont présentées doivent résulter d'études sérieuses et reconnues, pas sortir de votre chapeau. Les hypothèses présentées doivent elles aussi provenir de travaux menés avec vos équipes ou de données historiques obtenues de l'expérience d'autres entrepreneurs. L'organisation du modèle de business plan proposé ici permet ainsi de structurer aisément votre propos.

Il est bien de faire rêver votre lecteur, mais il faut aussi qu'il se sente rassuré. Rassuré parce que ce qu'il lit le conforte dans ses hypothèses d'investissement, ou dans la solidité de la technologie, ou encore dans le sérieux de l'équipe en place, par exemple. Le faire rêver consiste tout simplement à lui permettre de se projeter avec vous sur les prochaines années, et à croire que votre projet fera en effet partie de ses meilleurs investissements à terme.

Dernier point très important : vous constaterez que la partie financière du business plan arrive à la fin du document. Il s'agit en effet de la mise en équation de l'ensemble des hypothèses que vous aurez exprimées au sein des précédentes sections. Le business plan n'est donc pas juste une suite de documents financiers établis à votre demande par votre expert-comptable.

Il existe un grand nombre d'écrits sur le business plan. C'est la raison pour laquelle je ne m'y attarderai pas outre mesure. Reprenons-en cependant rapidement les thèmes clés, et souvenez-vous qu'à chaque étape de sa lecture, votre lecteur peut décrocher...

Le problème à résoudre

Vous devez par votre offre combler le besoin d'un marché, résoudre un « problème ». En anglais, on parle de « *pain* ». Rien à voir avec votre baguette préférée : nous parlons bien ici de « douleur ». Le problème doit donc se traduire en douleur potentielle ou réelle. Le lecteur de votre business plan doit donc lui-même ressentir que ce problème doit absolument être résolu.

- Il vous faut planter le décor dès le départ. L'intrigue. On doit pouvoir se mettre à la place de l'utilisateur qui rencontre un problème (qu'il n'a peut-être même pas identifié lui-même). Pour cela, prenez des exemples, personnalisez l'histoire.
- Faites également en sorte que l'on comprenne aussitôt pourquoi vous êtes concerné par ce problème, et en quoi ce problème semble être insurmontable.
- Un dernier point à ne surtout pas sous-estimer : le MOMENTUM. Pourquoi le problème est-il si crucial à résoudre maintenant ?

Par exemple, si vous expliquez dans cette section que l'infarctus est une cause majeure de décès dans votre pays et que c'est un problème, vous n'apprenez rien de nouveau au lecteur. Nous le savons tous. Bref, vous avez déjà perdu notre attention.

En revanche, si vous expliquez que vous avez autour de vous des personnes qui ont eu à faire face à une situation de malaise cardiaque et qui n'ont malheureusement

pas été sauvées parce que personne ne connaissait les premiers gestes de secours et que les urgentistes sont arrivés trop tard, et si vous ajoutez que c'est la raison pour laquelle vous avez décidé d'explorer le problème de l'accès aux soins d'urgence, là, nous commençons à être captivés...

L'offre : votre solution au problème identifié

Nous attendons de vous maintenant que vous expliquiez comment vous allez résoudre le problème. Attention, vous n'êtes pas dans une démarche commerciale, mais en train de raconter une histoire. Ne confondez donc pas la présentation de votre offre avec une plaquette commerciale.

Il nous faut très vite connaître les caractéristiques principales de votre offre qui lui permettent de résoudre le problème initial.

- Quels sont d'après vous les principaux bénéfices pour le client ?
- Quelle est votre proposition de valeur ?

Nous voulons comprendre pourquoi cette offre est unique et pourquoi nous pourrions souhaiter accompagner votre projet.

Votre offre doit être innovante, et il est préférable que vous puissiez présenter les principales barrières qui font que n'importe quel entrepreneur ne pourra pas vous copier en quelques semaines de développement ni vous dépasser avec un peu plus de moyens que les vôtres. L'innovation n'est pas forcément uniquement technologique, mais n'oubliez pas que certains fonds d'investissement ont l'obligation d'investir en grande partie dans des « jeunes entreprises innovantes », c'est-à-dire des entreprises qui font de la recherche et développement à

haut niveau. Ces dernières auront toujours plus de facilité à séduire des investisseurs, mais encore faut-il que leurs recherches portent à terme sur des offres commercialisables. Vous détenez des brevets ? Eh bien, voilà une belle occasion de les décrire et de montrer votre avance technologique.

Une innovation technologique est loin d'être simple à comprendre. On est très vite confronté à des termes techniques complexes. Là encore, donner des images ou des graphiques qui permettent de la comprendre simplement, peuvent s'avérer efficaces. Et vous ne vexerez jamais un investisseur en mettant en annexe du business plan un lexique qui explique en mots simples certaines terminologies barbares.

Pour reprendre notre exemple de problème, vous pourriez expliquer que pour le résoudre en partie, vous avez développé une application qui permet à chacun et dans toutes les langues de comprendre très vite les gestes qui sauvent, tout en appelant les secours et en vous géolocalisant. Vous pourriez aussi expliquer que vous avez développé avec votre équipe le prototype d'un défibrillateur disponible dans les lieux publics à moindre coût, avec pour objectif à terme de le proposer aux particuliers.

Le marché : qui sont les clients susceptibles d'acheter ?

Une belle offre, c'est essentiel. Mais si personne n'est prêt à payer pour en profiter, vous risquez d'avoir du mal à convaincre votre investisseur potentiel. L'idée ici est de démontrer que vous n'avez pas créé votre entreprise uniquement pour vous faire plaisir. On rencontre trop d'entrepreneurs qui prennent cette partie à la légère, ce qui est néfaste à terme.

Voici une petite histoire.

En 2016, j'ai rencontré un entrepreneur qui m'avait été présenté par un ami commun. Ce dernier ne savait plus comment l'aider, détail qu'il avait oublié de me préciser à l'époque.

L'entrepreneur me présente son projet. Il s'agissait d'un produit qui concurrençait Google Analytics. C'était un outil ultra-puissant, nettement plus pointu que Google Analytics, selon lui. Le fruit de sept années de recherche et développement m'est donc présenté en 90 minutes. Suite à quoi, j'ose la question qui fâche, et le dialogue commence :

Moi : « Mais qui est votre cible ? Qui va payer pour cet outil ? »

Lui : « Cela devrait intéresser toute entreprise qui effectue de la publicité en ligne. Le marché est énorme ! Sans parler des entreprises de marketing digital ! »

Moi : « Pourquoi pas, et dans ce cas, combien seraient-ils prêts à payer ? »

Lui (toujours aussi sûr de lui) : « Nous devons vendre notre produit environ 10 000 euros la licence. Vous comprenez, il y a tout de même plus d'1 million d'euros investis dans le projet, entre mes 500 000 euros d'investissement personnel et les 500 000 que nous avons touchés du Crédit d'impôt recherche et des subventions Bpi. »

Moi (consterné mais tentant de rester positif) : « Très bien, mais combien avez-vous de clients aujourd'hui ? »

Lui : « Aucun ! Nous nous sommes concentrés pendant toutes ces années sur le produit. Pas le temps de chercher des clients... »

Moi (pris d'un doute) : « C'est important les clients, tout de même... Mais dites-moi, qu'est-ce qui vous différencie tant que ça de Google Analytics ? »

Lui : « Google Analytics ne présente pas d'informations suffisamment détaillées et précises. Qui plus est, nous pouvons

sortir des courbes d'analyse en 3D dans lesquelles il est même possible de plonger. »

Moi : « Avez-vous des statistiques sur ce qui est utilisé en termes de fonctionnalités sur Google Analytics par les entreprises et les marketeurs digitaux ? »

Lui (de plus en plus sûr de lui) : « Les entreprises utilisent moins de 5 % du produit et les boîtes de marketing digital à peine plus. Vous comprenez, ce logiciel est très mal conçu... »

Moi (de plus en plus agacé) : « Mais Google Analytics est gratuit. Pourquoi serais-je prêt à dépenser 10 000 euros pour la licence d'un produit, sachant que son concurrent principal est gratuit et qu'il propose déjà bien plus que ce dont je pense avoir besoin ? »

Je passe le reste de l'histoire, mais ce monsieur n'a jamais réussi à lever le moindre euro, si ce n'est celui du contribuable...

Il faut donc un vrai marché. Un marché identifié clairement, que l'on va même savoir segmenter. Vous devrez pouvoir identifier sur le marché les différentes opportunités par segment, et les potentiels de croissance de chacun.

Enfin, bien entendu, il conviendra d'estimer la part de marché que l'on ciblera à terme. Et là encore, faites très attention ! Ne jouez pas à cibler la part minimale d'un marché énorme pour justifier de vos projections !

Voici un exemple typique de ce que l'on peut trouver dans un business plan mal pensé :

« Le marché que nous avons identifié représente, rien qu'en France, 30 milliards d'euros. Si nous ne ciblons à cinq ans que 1 pour 1 000 de ce marché, nous devrions aisément atteindre les 30 millions d'euros de chiffre d'affaires. »

Il est tout à fait possible que cette cible de 1 pour 1 000 soit votre objectif à cinq ans. Sur ce point, personne ne vous contredira. En revanche, cela reste tout de même un petit peu trop léger pour construire des projections. Comment allez-vous atteindre cet objectif ? Quelle est la stratégie mise en place ? Quels moyens déployer ?...

Par ailleurs, faites attention aux raccourcis trop vite pris sur les marchés ! Si votre marché est le tourisme viticole, ce n'est pas le marché du tourisme, ni celui du vin ; pire, ce n'est certainement pas la somme des deux.

Un marché se présente grâce à la sacro-sainte étude de marché. Il existe bon nombre d'études disponibles en ligne aujourd'hui ou de prestataires que vous pouvez solliciter pour cela. Prenez des sites comme Fiverr.com ou tant d'autres prestataires en ligne. Vous trouverez très certainement votre bonheur. Une autre idée est bien entendu d'utiliser les « Junior Entreprises » des écoles ou universités. Bref, vous n'avez aucune excuse et perdrez toute crédibilité si vous n'êtes pas capable de sortir la moindre analyse de marché.

Un focus sur les chiffres clés est ainsi demandé dans votre business plan. Charge à vous d'y ajouter votre touche personnelle, en apportant aux analyses quantitatives des études comportementales ou qualitatives, issues de vos propres recherches. Il est ainsi particulièrement intéressant de montrer votre connaissance de vos futurs clients et de leurs motivations...

Une méthode qui fonctionne efficacement et qui est aussi souvent reprise en session de pitch (voir chapitre 4) est de dresser une sorte de portrait-robot de votre client, que ce soit sous forme d'histoire ou non.

- Qui est votre client ?
- Quand et pourquoi serait-il votre client ?

- Quelles sont ses habitudes d'achat ?
- Où achète-t-il ?

Bien entendu, vous pouvez faire le portrait de plusieurs typologies de clients et vous pouvez appliquer cette méthode tant aux modèles B to B¹ que B to C².

La concurrence

Encore un sujet sur lequel les entrepreneurs ne sont jamais très à l'aise. « Comment dois-je présenter mes concurrents ? D'ailleurs, je ne sais même pas si j'en ai, finalement... »

François Michelin, qui dirigea pendant 40 ans le groupe Michelin, disait : « Un client qui n'a qu'un seul fournisseur cesse d'être intelligent. L'absence de concurrence conduit à une perte de substance phénoménale. »

Si vous ne pensez pas avoir de concurrent, il est temps de vous inquiéter, car vous allez probablement traumatiser plus d'un investisseur. Ne pas avoir de concurrent peut s'apparenter à intervenir sur un secteur sans marché. Rester humble ne fait de mal à personne. Il y a de très fortes chances, si votre activité est porteuse, que d'autres aient eu des idées proches. Et si ce n'est pas le cas, faites une analyse nettement plus poussée de votre marché, car il faudra convaincre vos investisseurs potentiels. Pire, si l'investisseur potentiel connaît un peu votre secteur, il se peut que lui-même ait identifié des concurrents qu'il va s'attendre à trouver dans votre analyse. Sans quoi il ne vous prendra plus jamais au sérieux...

Pour bien comprendre comment mener une analyse concurrentielle, faites l'exercice suivant.

1 - *Business to Business* : vos clients sont des entreprises.

2 - *Business to Consumer* : vos clients sont des particuliers.

Imaginons que vous ayez inventé des chaussures qui permettent de faire 5 kilomètres à chaque pas. Et, miracle, il n'existe aucun autre acteur sur ce secteur, ni un équipementier sportif, ni un autre fournisseur de propulseur. Mais pour autant, la concurrence est-elle réellement inexistante ?

- À quel problème répondez-vous ?
- Vous répondez au problème suivant : « Je dois me rendre d'un point à un autre. »
- Qui sont, d'après vous, vos concurrents ? Je vous laisse y réfléchir, la liste serait trop longue, mais vous comprenez bien qu'il faut élargir le spectre de votre marché et de vos concurrents, directs et indirects.

Autre exemple :

Vous avez décidé de proposer des jus de fruit bios de grande qualité. Vous n'avez pas trouvé d'aussi bons jus de fruits chez les autres et la technologie que vous avez développée est telle que vous proposez des jus qui conservent longtemps un maximum de vitamines. Vous n'avez identifié personne pouvant vous concurrencer à court terme !

Eh bien détrompez-vous, et repensez votre analyse concurrentielle. Vous répondez au problème de la soif essentiellement par un avantage concurrentiel autour de la qualité de la boisson. Mais vous vous retrouvez quoi qu'il en soit en concurrence avec tous les autres jus de fruits, qu'ils soient frais ou non, ainsi qu'avec les eaux minérales, les fruits frais, voire les sodas qui sont installés sur le marché depuis bien longtemps. L'investisseur attendra donc de vous une stratégie extrêmement précise sur votre conquête d'un marché très concurrentiel.

Une analyse détaillée de la concurrence est toujours appréciée. Prenez-la comme une réelle opportunité de mettre en avant votre produit. Utilisez cette concurrence

à vos profits, tout en restant le plus objectif possible. Et ne vous sous-estimez pas non plus !

Petit conseil : évitez si possible le type de graphique présenté en figure 6, qui vous place en haut à droite.

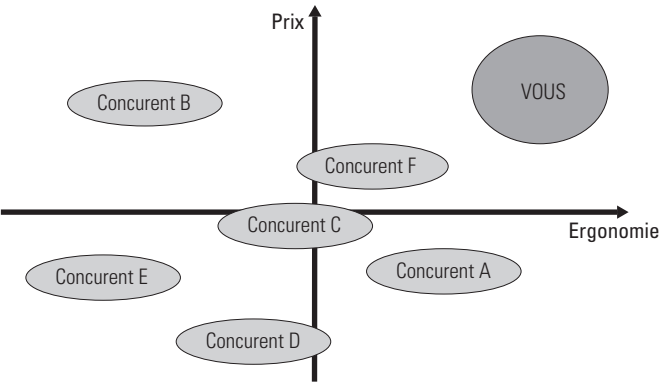


Figure 6 – Mauvais exemple

Préférez un tableau d’analyse des différents atouts des concurrents, vous permettant ainsi de vous mettre en valeur, comme dans la figure 7.

	Ergonomie	International	Prix attractif	Fonctionnalité 1	Fonctionnalité 2	Fonctionnalité 3
Concurrent A	✓	✓		✓	✓	
Concurrent B	✓		✓	✓		
Concurrent C	✓					
Concurrent D		✓		✓	✓	✓
Concurrent E			✓	✓	✓	
VOUS	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Figure 7 – Bon exemple

Cette présentation pourra être reprise dans le cadre de votre pitch deck. Elle reste en effet très visuelle et met en avant votre offre sur des éléments concrets.

Une analyse de la concurrence à l'international est aussi un élément très intéressant. Y a-t-il une entreprise qui fait la même chose que vous en Angleterre, aux États-Unis ou en Chine ? Si oui, quel est son niveau d'avancement ? A-t-elle levé des fonds ? A-t-elle été revendue ? À qui ? Y a-t-il un risque pour que ce concurrent entre dans votre pays à court ou moyen terme ? Seriez-vous une potentielle cible de rachat ?

Dernier point : ne sous-estimez pas les potentiels concurrents à venir. L'un des GAFA pourrait-il être intéressé par votre activité et serait-il en train d'effectuer des études à ce sujet, quitte à envisager une revente éventuelle à un de ces acteurs majeurs de la nouvelle économie ?

Business model

Le business model doit répondre à la question la plus compliquée qui soit, et ce en termes simples : **comment allez-vous générer des profits et de la trésorerie ?**

Les points à aborder dans cette section sont ainsi principalement :

- le format proposé pour votre offre. Ex. : service en ligne, produit fini, package de plusieurs produits... ;
- les canaux de distribution. Ex. : ventes directes B to C ou B to B, indirectes B to B to B³ ou B to B to C⁴ ;
- les prix de vente de l'offre ;

3 - *Business to Business to Business* : vos clients sont des entreprises qui vendent à d'autres entreprises.

4 - *Business to Business to Consumer* : vos clients sont des entreprises qui vendent à des particuliers.

- en cas de modèle « freemium », comment néanmoins rentabiliser l'offre ;
- les marges en présence d'intermédiaires ;
- les conditions de règlement. Ex. : vente en ligne au comptant en B to C, vente à 60 jours en B to B, etc. ;
- les différents coûts de l'offre proposée (coûts de fabrication, R&D, etc.).

Pour vous aider dans ce travail d'analyse, il existe un bon nombre d'ouvrages de qualité. Vous trouverez quelques références en annexe 1 du livre.

La stratégie

Nous avons identifié le produit ou l'offre. Nous connaissons notre marché et avons défini un business model. Maintenant, mettons en place la stratégie la plus efficace possible en nous projetant sur les trois axes principaux : **le produit, le marketing et le commercial**.

En d'autres termes, vous allez présenter le produit tel qu'il est et tel que vous allez le faire évoluer à terme, puis expliquer par quels canaux de marketing et de distribution vous allez pouvoir le vendre.

Bien entendu, l'idée n'est pas que vous listiez tous les canaux possibles, mais seulement ceux que vous avez identifiés comme les plus efficaces, c'est-à-dire avec les meilleurs retours possibles sur investissement. (Cela sera souvent traduit par l'analyse du coût d'acquisition client et du nombre de clients acquis.)

N'oubliez pas non plus de mettre en avant vos premiers succès. Si vous avez déjà signé de beaux partenariats, ce sera le moment d'en parler.

➤ *Stratégie produit*

Présenter une offre de qualité ne suffit pas. Il vous faut maintenant expliquer comment cette offre va se développer dans le temps, et en particulier rassurer sur votre capacité à continuer à innover et à garder votre avance technologique, si tant est que vous puissiez prouver que vous en avez une.

Pour ce faire, les investisseurs veulent savoir comment vous appréhendez l'avenir. Comment va évoluer votre équipe technique ? Votre directeur technique actuel présente-t-il les compétences de management essentielles pour les prochaines étapes ? Peut-être êtes-vous ce directeur technique ? Dans ce cas, comment projetez-vous votre rôle ?

Sur ce point, je tiens à faire un aparté sur notre monde entrepreneurial et les attentes des investisseurs. Lorsque vous montez votre projet, chaque fondateur met la main à la pâte sur de nombreux sujets. Petit à petit, les rôles de chacun s'affinent et les premiers recrutements s'opèrent. Vous recrutez un développeur ou un commercial. Ce sont de belles premières étapes. Et, au fil du temps, vos équipes grossissent si tout se passe bien. Vous recrutez de nouveaux développeurs et de nouveaux commerciaux. C'est à ce moment bien précis où les équipes s'étoffent que vous devez prendre des décisions parfois difficiles. Il faut structurer et éventuellement mettre en place des managers entre vous et le reste de l'équipe. C'est un vrai problème qui est toujours regardé de près par les investisseurs. Le risque que vous preniez éventuellement est de choisir la facilité en proposant une promotion aux premiers collaborateurs recrutés. Or ce n'est pas l'ancienneté qui fait le manager ! Même si cela doit déplaire en interne, cherchez à identifier des profils

qui sauront encadrer et accompagner vos équipes sur des projets et sur le long terme.

Il vous faut donc structurer votre équipe et montrer une feuille de route produit (la fameuse « road map ») qui permette à l'investisseur de comprendre comment vous allez anticiper les prochaines étapes. Ne faites pas de promesses intenables ! Même si, par expérience, nous savons bien qu'une feuille de route produit n'est que très rarement respectée, c'est tout de même une des promesses essentielles que vous allez faire à vos investisseurs. Pensez donc à être crédible et à montrer là encore votre capacité à prendre du recul sur un sujet stratégique et technique.

Il existe des cas où la stratégie produit n'est pas la clé. Pour certaines activités, elle sera peut-être en effet moins cruciale que le fait de pouvoir démontrer votre capacité à répondre à la demande. Ainsi, si votre activité est innovante, les préoccupations des investisseurs seront différentes. Prenons par exemple la livraison du dernier kilomètre ou la fourniture de biens et services aux particuliers. Les investisseurs auront surtout besoin de comprendre la stratégie que vous avez mise en place pour satisfaire le client dans les meilleures conditions et à coûts contrôlés. Ce n'est pas parce que vous êtes capable de fournir votre service sur un échantillon de clients dans un lieu donné, que vous serez capable demain de livrer toute la France aussi aisément, puis l'Europe et le Monde. Charge à vous d'expliquer votre processus logistique et votre vision de son évolution à terme (sous-traitance, recrutements, systèmes dédiés...). La logique est exactement la même que pour la stratégie produit : aider l'investisseur à se projeter et le rassurer sur votre capacité à servir du volume.

➤ *Stratégie marketing*

Votre mission sera de faire se rencontrer votre offre et la demande. Je ne vais pas reprendre ici les principales théories marketing à mettre en place, d'autant que vous êtes probablement mieux placé que moi sur le sujet. Mais voici une liste de questions auxquelles il faut tenter de répondre, sur la base des fameux « 4 P » : Prix, Produit, Politique de communication et Politique de distribution.

- Quel prix, par segment et produit ?
- Quelle gamme de produits ou services ?
- Comment la distribuer ?
- Comment la faire connaître ?

La stratégie marketing ne s'arrête pas là.

- Quelle image souhaitez-vous transmettre de l'entreprise/de l'offre ?
- Comment faire évoluer l'offre à terme ?
- Quelles tactiques mettre en place pour vous faire connaître sans dilapider votre future levée ?

Voici quelques exemples de canaux marketing que vous pourriez viser (la liste n'est pas exhaustive, bien entendu) :

- publicité dans la presse ou à la télévision ;
- affiches en 4 par 3 dans le métro ou sur les bus. Si vous habitez ou travaillez dans une grande ville, vous avez certainement vu que ce mode de promotion fleurit et permet aux entreprises, même jeunes, de cibler une clientèle (idéal pour le B to C) ;
- « street marketing » : stickers, flyers, événements dans la rue, etc. Pensez à ce qu'ont fait Michel et Augustin depuis le début de leur activité ;
- événementiel ;
- salons professionnels ou spécialisés ;

- relations de presse débouchant sur des articles dans des revues spécialisées ou sur des reportages télévisés ;
- bandeaux sur les autres sites ou applications sur smartphone ;
- votre propre blog ou page sur Facebook ou Instagram ;
- promoteurs et blogueurs influents ;
- médias sociaux : publicités sur Twitter, Facebook, etc.

Cet exercice est très important et vous devez vous montrer imaginatif et force de proposition. Un conseil : restez concret et pragmatique.

Voici encore une petite histoire...

J'ai toujours en mémoire ce rendez-vous avec deux entrepreneurs qui avaient décidé de développer une offre B to C autour du souvenir et des plus beaux moments de la vie. L'idée était intéressante mais ce qui m'intéressait surtout c'était de comprendre leur stratégie B to C, et de savoir comment ils allaient faire pour séduire une masse critique d'utilisateurs. L'offre était gratuite jusqu'à une certaine capacité de stockage, puis payante.

Les deux entrepreneurs étaient des anciens dirigeants de sociétés dans la publicité. Leur stratégie ne pouvait être que gagnante. Mais quelle ne fut pas ma stupéfaction en les entendant décrire leur approche : « Notre budget marketing est égal à zéro. Nous sommes persuadés que nous pouvons développer notre offre via la viralité des réseaux sociaux. Nous avons tous les deux chacun un peu plus de 1 000 amis sur Facebook. Nous savons qu'en moyenne chaque membre de Facebook a autour de 200 amis sur le réseau. Notre force de frappe gratuite atteint donc 200 000 utilisateurs que nous pouvons toucher gratuitement et rapidement. Cela nous suffira pour montrer une première traction et lever des fonds. »

Si une telle approche était peut-être valable en 2012, elle ne l'était clairement plus cinq années plus tard. Le projet n'a jamais décollé...

➤ **Stratégie commerciale**

Elle est aussi importante que la stratégie marketing, bien que trop souvent sous-estimée. On entend certains entrepreneurs expliquer que le commercial, c'est simple : il suffit de téléphoner, de prendre des rendez-vous et d'expliquer son concept, et le tour est joué.

Mais laissez-moi vous raconter ceci...

J'ai récemment eu au téléphone un entrepreneur qui me démarchait sur une offre de service qu'il considérait innovante. Lors de la discussion, j'ai montré quelques doutes sur le produit et l'intérêt de son offre. Voici sa réponse : « Je ne comprends pas que vous ne soyez pas intéressé par notre offre. Vous savez, nous avons levé 1 million d'euros il y a quelques semaines, c'est vous dire comme elle est de qualité... » Véridique : quand les fonds levés deviennent un argumentaire commercial...

Vendre est un métier, un métier difficile qui demande beaucoup de force de caractère et de patience. C'est très proche de la levée de fonds d'ailleurs. Même si le fondateur de l'entreprise est souvent le meilleur commercial de son produit, très vite, il va être amené à gérer son entreprise, ses actionnaires, ses salariés. Sa disponibilité pour démarcher les clients va se trouver limitée, voire inexistante.

On attend donc que vous décriviez dans la stratégie commerciale votre processus de vente.

- Identifiez vos objectifs :
 - nombre de clients ;
 - panier moyen ;
 - parts de marchés.

- Déterminez le cycle de vie du client. Est-il possible que votre client revienne acheter de manière régulière ? Si oui, à quelle récurrence ?
- Si vous facturez des abonnements ou des logiciels en location (« Software as a Service »), quel est le taux de perte mensuel ?
- Identifiez le besoin en force commerciale :
 - une force terrain ?
 - des commerciaux grands comptes ou spécialisés dans un secteur d'activité ?
 - des démarcheurs téléphoniques ?
 - des prospecteurs digitaux ?
 - plusieurs typologies de commerciaux ?

Vous pouvez aller assez loin dans le détail. Par exemple, expliquer les différentes étapes du démarchage client et en déduire l'effectif à recruter pour atteindre vos objectifs ambitieux.

Voici un exemple :

Vous savez que pour décrocher un rendez-vous, votre commercial doit effectuer, disons, 20 appels, ce qui lui prend 1 heure 30. En une journée, il arrivera ainsi à décrocher cinq rendez-vous qu'il effectuera le reste de la semaine. Sur ces cinq rendez-vous, seuls trois donneront lieu à une proposition commerciale, et enfin seulement une des trois propositions aboutira à une vente.

Dans cet exemple, un commercial apportera en moyenne une vente par semaine, soit quatre à cinq par mois, et une cinquantaine à l'année.

Je ne juge en aucun cas la performance de cet exemple. Il a cependant le mérite d'être concret, simple à comprendre et difficilement contestable. Sur cette base, je pourrai estimer mon besoin en commerciaux sur une première année,

en tenant compte aussi des temps de formation et des dates de sortie de mes offres.

L'équipe

Cette partie est certainement l'une des plus importantes de votre présentation. La question de sa position dans le document se pose à chaque fois. Vous pouvez ainsi choisir de la présenter très tôt, ou bien après avoir mis en avant toute votre stratégie. À vous de voir comment vous ressentez les choses, lors de la relecture du document. Expertise du secteur, compétences techniques, expérience, réseau et complémentarité sont les maîtres-mots de cette section. Si vous réussissez à cocher toutes ces cases, vous passerez une étape importante du business plan.

N'oubliez pas que les investisseurs vont vous confier de grosses sommes d'argent, sommes que vous allez devoir gérer. Même s'il y aura très certainement des organes de contrôle pour éviter les dérapages incontrôlés, vous confier de telles sommes nécessite de pouvoir vous faire confiance.

L'autre point clé est bien entendu pour l'investisseur de s'assurer que vous êtes l'équipe idéale pour amener le projet à une formidable valorisation à terme, ou au moins que vous avez prévu de vous structurer dans ce cadre. Il est donc important de présenter l'ensemble des personnes clés de l'équipe.

Si vous êtes déjà plus de 20 dans l'entreprise, ne mettez pas un paragraphe par personne. C'est non seulement inutile, mais en plus cela aura pour conséquence de mélanger talents que l'on ne peut pas perdre et autres collaborateurs. Un organigramme présentant les principales fonctions et les postes correspondants suffit

amplement. Par contre, pour chaque personne clé, faites l'effort de décrire son parcours, son titre et ses responsabilités au sein de l'équipe.

N'oubliez pas non plus que l'on parle de personnes, d'individus qui ont une vie, et qui peuvent même être présentés par de belles photographies. Je ne le répéterai jamais assez : fond et forme ont une importance clé dans un business plan. Mettre des photographies des personnes clés de l'entreprise est une manière de donner vie à votre projet. Ne manquez pas cette occasion si simple.

Vous n'avez pas besoin de joindre les curriculum vitae. Vous pouvez le faire en annexe si vous pensez que cela est très important. De la même manière, mettre à ce stade les copies des diplômes ne va pas servir à grand-chose. Vous pouvez cependant aisément joindre le lien LinkedIn de chacun, ce qui permettra de se faire une idée rapide des parcours.

Un focus particulier doit être mis sur les fondateurs, c'est-à-dire ceux qui se trouvent à la base du projet ou qui l'ont rejoint à son tout début. Chacun doit être mis en valeur et il est important que l'investisseur potentiel comprenne le rôle de chacun dans l'organisation. N'oubliez pas qu'au départ de votre aventure, les fondateurs sont des « touche à tout », sortes de Rémy Bricka⁵ de l'entreprise. Avec le temps les fonctions doivent se répartir entre vous.

Prenons maintenant le cas des entrepreneurs seuls, sans associés. C'est assez fréquent et cela semble très vite bloquant pour les investisseurs. Il ne faut pas forcément désespérer lorsque l'on est sans associés. Tout d'abord

5 - Connu aussi comme l'« homme-orchestre ».

vous avez souvent mis en place une équipe. Si petite soit-elle, cette équipe montre que vous ne fonctionnez pas seul enfermé dans votre tour d'ivoire.

De la même manière, comme nous l'avons vu plus haut, vous avez souvent intérêt lorsque vous êtes seul à mettre en place autour de vous un « comité des Sages » ou « comité stratégique », peu importe le nom. Ce comité, que vous pouvez réunir de manière régulière, est là pour vous aider à prendre du recul et les bonnes décisions. Ses membres sont souvent des experts dans divers domaines et surtout des gens qui interviennent de manière quasiment bénévole. Votre capacité à mettre en place un tel comité est un point particulièrement important, et une réelle preuve de talent. Ne sous-estimez pas cette opportunité... et sachez dire merci aussi aux membres de ce comité. On l'oublie parfois un peu trop.

Entouré d'un comité, de mentors et d'une équipe, vous n'êtes donc jamais vraiment seul. Et puis, si vous cherchez des investisseurs, c'est aussi pour partager avec des compétences fortes les décisions stratégiques de votre entreprise, non ?

Votre équipe sera très certainement amenée à se développer. Vous êtes en pleine expansion, vous recherchez des fonds et il y a fort à croire que cette trésorerie fraîche ne va pas simplement être investie dans un beau site vitrine et des Google AdWords. Vous cherchez des fonds pour renforcer votre équipe et lui permettre d'atteindre le prochain palier de développement.

Cela va souvent se traduire par des recrutements en management intermédiaire, en technologie, ainsi qu'en commercial ou en administratif.

Donnez donc une visibilité des recrutements à venir dans les deux à trois ans, par type de poste.

Plan d'action et besoins

Cette partie est une excellente transition avec la partie financière du business plan. Elle va en effet mettre en perspective l'ensemble des éléments identifiés tant dans la stratégie de développement que dans les évolutions des forces vives de l'entreprise.

On attend de vous que vous ayez pu identifier et quantifier les besoins de votre entreprise afin de lui permettre d'atteindre les objectifs fixés à terme. Ce sont ces besoins qui, quantifiés précisément dans la partie financière, détermineront le montant que vous cherchez à lever.

Cette partie est souvent établie de manière très sommaire et peu détaillée. C'est dommage, car elle est tout de même la preuve matérielle que vous savez où vous allez. Elle doit reprendre les éléments clés et traiter des besoins en ressources, prestations et investissement pour ce qui concerne les aspects :

- techniques ;
- commerciaux ;
- marketing ;
- logistiques ;
- administratifs et RH.

Cette partie est souvent reliée à ce que l'on appelle une « feuille de route », qui va identifier les principales étapes de l'entreprise, tant d'un point de vue technologique que commercial ou marketing.

La feuille de route est un des éléments principaux de votre business plan, et sera très souvent au centre des débats lorsque vous présenterez votre projet dans le cadre du pitch (c'est en effet un élément très visuel et synthétique, donc projetable sur grand écran lors d'une

présentation orale). Il s'agit d'un exercice passionnant qui vous projette dans l'avenir et peut vous aider à donner un cap aux différentes équipes.

Un dernier point important qu'il serait trop bête d'oublier : intégrez dans cette feuille de route la date de levée de fonds attendue.

L'analyse SWOT

Il est important de montrer que vous êtes lucide sur la situation et que votre business plan n'est pas une lettre au père Noël, d'autant qu'il semblerait que ce dernier ne se soit pas manifesté depuis bien longtemps...

Derrière le nom barbare de « SWOT » se cachent les initiales de quatre termes anglais :

- S : « *strengths* » (forces ou atouts).
- W : « *weaknesses* » (faiblesses).
- O : « *opportunities* » (opportunités).
- T : « *threats* » (menaces).

Cela fait partie des méthodes habituelles d'analyse des risques d'une entreprise. Celle-ci date des années 1960 et est applicable à bon nombre de domaines.

L'objectif est de montrer que vous êtes conscient de la situation dans laquelle se situe votre entreprise et que vous en avez mesuré les risques essentiels, mais aussi que vous êtes capable de présenter les belles opportunités à venir.

Si on entre un peu plus dans le détail, une analyse SWOT se présente comme sur la figure 8.

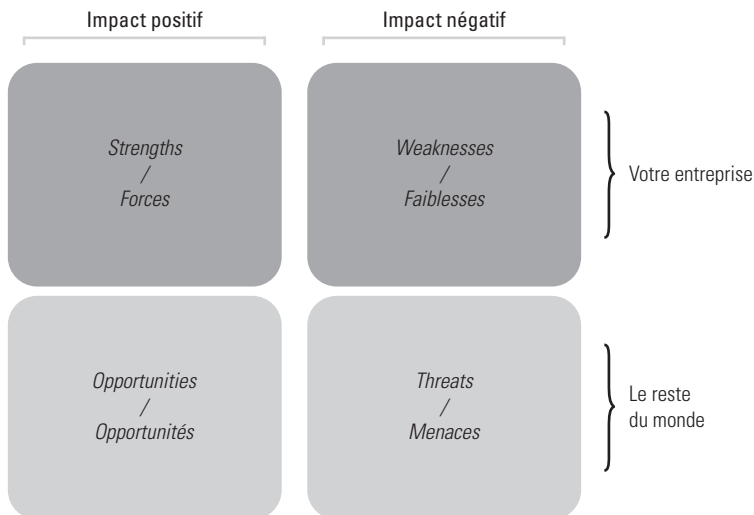


Figure 8 – L'analyse SWOT

Les deux carrés du haut présentent les caractéristiques identifiées au sein de votre entreprise (endogènes), alors que les deux carrés du bas représentent le monde extérieur (exogènes).

Ainsi, lorsque l'on parlera du « S », on s'axera sur les atouts de votre entreprise, qui peuvent être :

- son équipe ;
- son avance technologique ;
- ses premiers clients ;
- son business model ;
- un financement ;
- etc.

Faisant face à ces forces, les « W » représentent les faiblesses internes de l'entreprise. Elles vont traiter des mêmes thèmes, mais en identifiant les éléments qui restent fragiles.

On y trouvera par exemple :

- un équilibre financier difficile ;
- des difficultés pour livrer dans les temps ;
- certaines équipes en sous-effectif ;
- quelques faiblesses dans le « middle management ».

Il vous faudra être le plus objectif possible. Cette analyse SWOT ne demande qu'à s'améliorer et c'est avec les investisseurs que les choses progresseront, ou du moins c'est ce que tout le monde espère.

Pour ce qui est du monde extérieur, il faut pouvoir d'une manière succincte présenter les différents éléments clés d'analyse.

Les « O », opportunités, représentent toutes les bonnes choses que vous allez pouvoir exploiter. On y retrouvera par exemple :

- un marché en croissance de x % par an ;
- de nouveaux pays sensibilisés à votre secteur ;
- de nouvelles technologies qui pourraient impacter votre activité ;
- des avantages fiscaux ou toute autre décision gouvernementale en votre faveur.

Enfin les « T », menaces, représentent les risques potentiels que vous encourez face au monde extérieur. Ces risques peuvent bien entendu être nombreux :

- l'évolution de la réglementation ;
- l'arrivée d'un GAFA⁶ sur votre activité ;
- les concurrents qui recrutent à tour de bras à des salaires élevés ;
- des technologies qui évoluent rapidement et qui pourraient rendre votre offre obsolète rapidement.

6 - Google, Apple, Facebook, Amazon.

Vous imaginez bien que, même s'il vous faut rester objectif, l'idée n'est pas non plus que vous vous tiriez une balle dans le pied. Ayez donc pour chacune des faiblesses et des menaces une réponse qui passe par la levée de fonds. Même si une levée de fonds ne vous empêchera pas de lutter contre un GAFA qui entre sur votre marché, peut-être que cela aidant, le GAFA en question vous identifiera comme une cible potentielle de rachat.

Les éléments financiers du business plan

N'ayez pas peur !

Vous ne serez ni le premier ni le dernier à vous lancer dans les fameuses projections chiffrées du business plan. Ce qui est tout d'abord primordial, c'est de comprendre que ces données financières que nous allons évoquer à présent seront le fruit du travail effectué en amont sur les autres thèmes du business plan. Une stratégie marketing ou commerciale, une feuille de route « produit », un plan de recrutement sont autant d'éléments qui vont devoir être chiffrés : ce seront les principaux besoins de financement.

On rencontre encore trop d'entrepreneurs qui se sentent incapables de se lancer dans la partie chiffrée. Certains sont très talentueux, mais ils ont tout simplement une peur bleue des tableurs et craignent de présenter trop d'inexactitudes.

Il est tout de même préférable qu'un des associés ait quelques compétences financières. On ne vous demande pas un diplôme d'expertise-comptable, mais au moins une sensibilité aux chiffres et quelques notions comptables. Si ce n'est pas le cas, il est conseillé de chercher sur YouTube ou tout autre support des formations en

ligne, qui vous permettront de comprendre les notions principales. Vous allez aussi les découvrir dans les pages qui suivent, même si j'ai souhaité éviter de transformer ce livre en cours de comptabilité...

Rassurez-vous une bonne fois pour toutes : votre business plan sera très certainement FAUX. Et ce n'est pas grave ! À moins d'avoir des dons de voyance, vous ne pouvez pas prévenir l'avenir. Qui, le 10 septembre 2001, aurait pu prévoir que le lendemain serait si tragique pour les États-Unis et le monde entier, mis à part quelques illuminés ? Cet événement a eu de lourds impacts sur le monde de la finance et sur nos vies. Vous ne l'auriez probablement pas prévu dans votre business plan. Bien entendu, cet exemple est extrême, mais il souligne simplement le fait que vous aurez toujours le plus grand mal à tout anticiper.

Vous pensez signer trois grands comptes en année 1 ? Eh bien si cela se trouve vous en signerez trois en effet, mais peut-être aussi deux de plus. L'investisseur a surtout besoin de comprendre comment vous arrivez au chiffre de trois. Qu'est-ce qui vous permet de penser que trois grands comptes seront susceptibles de signer avec vous la première année ? Quelle est la stratégie que vous avez mise en place pour y arriver ? Et là, vous comprenez que nous revenons aux items précédents du business plan...

Il y a aussi de grandes chances pour que les investisseurs retravaillent eux-mêmes vos projections et en tirent des conclusions bien différentes des vôtres. Ils ont en effet des informations que vous ne détenez peut-être pas, comme par exemple des idées de synergies avec d'autres investissements qu'ils ont déjà réalisés, ou encore des portes qu'ils pourraient ouvrir plus

rapidement que vous. Ils ont peut-être même des idées de développement qu'ils ne vous présenteront que plus tard... bien plus tard.

Tout cela pour vous expliquer que vous devez rester maître de vos projections, pouvoir en expliquer les hypothèses principales et les justifier. Et si les débats se focalisent avec les investisseurs sur vos hypothèses, cela voudra bien dire que vous tenez le bon bout.

Vous avez le droit de vous tromper, mais seulement dans une certaine mesure. Les erreurs de calcul, par exemple, seront difficilement excusables. Nombreux sont les entrepreneurs qui, afin d'éviter cela, décident de faire appel à leur expert-comptable. Pourquoi pas, si vous avez déjà préparé son travail, en élaborant les premières parties du business plan. Évitez cependant de vous retrouver dans une situation où vous serez incapable d'expliquer le moindre chiffre sous prétexte que « c'est l'expert-comptable qui a fait cette partie du dossier ». C'est la meilleure manière de vous faire perdre beaucoup de points de crédibilité en très peu de temps.

J'ai tendance à pousser les entrepreneurs à travailler eux-mêmes sur leurs données chiffrées, quitte à intervenir ensuite dans un second temps avec une revue critique et un peu de recul, surtout. D'autant qu'il existe aujourd'hui un grand nombre d'outils gratuits ou payants sur Internet qui permettent de gagner du temps, en vous évitant de devoir retravailler à chaque fois les différents tableaux attendus par les investisseurs.

D'ailleurs, de quels tableaux parlons-nous ? Il y en a principalement trois à ne pas oublier, mais vous pouvez bien entendu faire varier les plaisirs. Voyons ces trois documents, en essayant de vous éviter l'overdose de notions comptables...

Le compte de résultat prévisionnel

Le compte de résultat est par définition la synthèse des charges et produits de l'entreprise pendant un exercice qui dure en général un an. Il est souvent dit que le compte de résultat est le film d'une année, alors que le bilan, lui, est plutôt comme une photographie à un instant donné.

Le compte de résultat prévisionnel est donc le film des prochaines années de votre entreprise. Il est projeté sur trois ou cinq années selon les cas. On constate que les entrepreneurs qui font des projections sur une durée de cinq ans présentent surtout des pertes les quatre premières années et de premiers profits la cinquième. L'exercice de projection sur cinq ans n'est pas bien difficile lorsque l'on a déjà effectué le travail sur trois années. La différence est que les deux années supplémentaires sortent souvent d'hypothèses moins fiables, et l'on parle alors de prévisions « au doigt mouillé ».

Habituellement, la première année présentée est l'année en cours, sur laquelle votre levée de fonds aura encore peu d'effet. Les choses s'accélèrent en N+1.

Le compte de résultat prévisionnel doit se lire facilement et être suffisamment parlant pour un financier. Si vous présentez un simple compte sur trois lignes, il y a de fortes chances pour que votre lecteur trouve cela insuffisant.

N'oubliez pas que les investisseurs sont très souvent des financiers à qui les documents comptables vont parler. Ils ont l'habitude de recevoir ce type de documents et aiment les analyser sous toutes les coutures. Ne les décevez pas...

➤ *Le chiffre d'affaires*

Un autre document peut s'avérer utile en complément du compte de résultat prévisionnel, car il est constitutif de ce dernier : le chiffre d'affaires.

Il n'est pas rare qu'il soit demandé un tableau de chiffre d'affaires qui permette là encore de se projeter aisément et de vérifier les hypothèses que vous avez pu annoncer dans les parties « business model » et « stratégie » du business plan.

Pour ce faire, essayez de mettre en place un document simple de projections de chiffre d'affaires en vous basant sur vos hypothèses. On remarque souvent que c'est là que les outils standard de business planning financier trouvent leur limite. Il suffit que vous ayez un modèle un peu plus complexe que celui de la simple vente de produit ou de service pour que les outils proposés ne fonctionnent plus. Dans ce cas, on n'est jamais mieux servi que par soi-même ! Reprenez vos hypothèses sur un outil comme un tableur, et projetez votre chiffre d'affaires en fonction de ce que vous comprenez de votre activité. Un financier pourra éventuellement vous aider ensuite à simplifier vos projections, et à limiter le nombre de lignes de chiffre d'affaires à présenter, par exemple. Le tableau I présente un format standard de compte de résultat prévisionnel.

Tableau I – Format standard de compte de résultat prévisionnel

COMPTE DE RÉSULTAT PRÉVISIONNEL

	N	N+1	N+2	N+3
Vente de produits				
Vente de services				
TOTAL CHIFFRE D'AFFAIRES				
Autres produits				
Subventions				
Total Autres produits				
TOTAL PRODUITS				
Coût des ventes				

MARGE BRUTE				
% du CA				
Service marketing – salaires et charges				
Autres coûts marketing				
Total Marketing				
% du CA				
Service commercial – salaires et charges				
Autres coûts commerciaux				
Total Commercial				
% du CA				
Service dev. produits – salaires et charges				
Autres coûts produits				
Total Frais R&D et produits				
% du CA				
Équipe direction et administratif – salaires et charges				
Coûts de structure				
Total Direction et administratif				
% du CA				
CHARGES EXTERNES HT				
% du CA				
EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION				
Dotation aux amortissements et provisions				
RÉSULTAT D'EXPLOITATION				
Charges financières				
Produits financiers				
RÉSULTAT FINANCIER				
RÉSULTAT COURANT AVANT IMPÔTS				
Impôts sur les sociétés				
RÉSULTAT NET				
CAPACITÉ AUTOFINANCEMENT				

Le compte de résultat va reprendre les éléments comptables prévisionnels de l'entreprise. Nous allons ainsi y retrouver : vos prévisions de chiffre d'affaires, les coûts de production et de ventes, les charges de marketing, de salaires, vos charges financières et même les impôts que vous prévoyez de payer. Ce document présente des chiffres hors taxes, c'est-à-dire sans la TVA⁷.

Le document présenté peut vous sembler très détaillé, mais il ne l'est pas tant que cela. On pourrait en effet aller nettement plus loin sur le détail des charges, ou encore sur la présentation du chiffre d'affaires. N'oubliez pas que votre business plan ne doit pas être complexe à lire. Vous pourrez toujours présenter plus d'informations en annexe, au cas où les investisseurs souhaiteraient mieux comprendre certains points de détail.

Les comptes de résultats peuvent être analysés de manière très différente en fonction des typologies d'activités.

Voici quelques exemples sur le chiffre d'affaires.

- Dans le secteur de l'AdTech⁸ ou de la publicité en général, nous ne regarderons pas le chiffre d'affaires, qui a peu de sens, mais privilégierons la marge brute, soit le chiffre d'affaires amputé des différentes charges directes spécifiquement liées à ce métier.
- Dans un modèle d'achat/revente de produits, ce sera la même chose. Ce qui nous intéressera sera la marge dégagée sur les ventes réalisées.
- Si votre activité est comparable à une place de marché, c'est encore différent. Votre modèle est souvent lié à une commission prise sur des transactions. Vous allez par exemple prendre 5 % pour chaque

7 - La taxe sur la valeur ajoutée n'impacte pas le résultat de l'entreprise.

8 - Sociétés technologiques dans le monde de la publicité (*advertising*).

transaction réalisée. Ainsi, pour 1 million d’euros (le volume d’affaires) qui vont circuler sur votre place de marché, ce sont 50 000 euros (le chiffre d’affaires) que votre société percevra pour son service. Vous devez donc faire très attention à ce que vous présenterez et bien expliquer si vous parlez en volume d’affaires ou en chiffre d’affaires, sachant que c’est le chiffre d’affaires qui représente la richesse que vous créez.

- Dans un modèle SaaS, on va surtout s’axer sur un certain nombre d’indicateurs de la constitution de votre chiffre d’affaires :
 - le MRR ou l’ARR (« monthly/annual recurring revenue ») : votre revenu récurrent mensuel ou annuel ;
 - le « churn » ou taux de perte. Si j’ai 100 clients l’année 1 et que 10 d’entre eux me quittent, mon churn sera de 10 % ;
 - le « renewal rate » ou taux de renouvellement, soit l’inverse du taux de perte. Dans l’exemple précédent, le taux de renouvellement est de 90 % ;
 - le « customer life-time value » ou la « durée de vie » de vos clients. Il s’agit ici de connaître combien vous rapportera, à terme, un client.

On mettra également en avant la capacité d’autofinancement. (Nous en parlerons lorsque nous évoquerons le plan de financement.)

Les projections peuvent être mises en avant de manière graphique. Cela permettra de valoriser un élément qui se lirait plus difficilement sur un tableau. Pour reprendre le dernier exemple sur le SaaS, il est ainsi très intéressant de présenter l’évolution des éléments constituant le

chiffre d'affaires, soit : l'évolution du nombre de clients, celle du MRR et celle du taux de churn, par exemple.

De façon générale, il vaut mieux présenter une belle courbe d'évolution de votre chiffre d'affaires en parallèle de votre résultat.

Les projections de flux de trésorerie

C'est très certainement le document financier le plus important à ce stade. Il convient donc de le traiter avec beaucoup de sérieux et de savoir ce que vous pourrez en déduire.

Le suivi de trésorerie s'appelle en anglais le « cash flow ». C'est le terme le plus souvent utilisé par les financiers. Il s'agit tout simplement d'une analyse ou d'une projection de la situation de votre compte bancaire à tout moment.

On vous demandera ce document sur une base mensuelle, ce qui est normal. Cette analyse mensuelle va ainsi permettre d'identifier la consommation mensuelle de trésorerie, et de voir aussi à quel terme vous arriverez à devenir excédentaire en trésorerie, c'est-à-dire à quel moment vos entrées d'argent couvriront vos sorties.

Vous trouverez ci-après un exemple de tableau de trésorerie.

Ce tableau représente donc l'ensemble de vos entrées et sorties d'argent, mois par mois sur une durée de 12 mois. Il devrait vous sauter aux yeux que nous distinguons ici deux types de mouvements de trésorerie : des mouvements d'exploitation et des mouvements hors exploitation.

➤ *Les mouvements d'exploitation*

Les mouvements d'exploitation sont directement liés à votre activité au quotidien et sont d'ailleurs très proches de ce que vous pourrez trouver dans un compte de résultat prévisionnel. Plusieurs différences importantes avec ce dernier sont cependant à noter.

Les chiffres présentés dans le tableau de trésorerie sont tous TTC, c'est-à-dire qu'ils intègrent la TVA. N'oubliez pas, nous parlons ici des encaissements et décaissements. C'est-à-dire de ce que vous encaissez et de ce que vous payez. Ainsi, lorsque vous encaissez une facture, elle inclut la TVA, et le client ne fait pas la distinction. Lorsque vous payez une facture, vous la payez en intégrant aussi la TVA. Il existe des cas particuliers, dans le cadre de transactions internationales, ou dans certains domaines d'activité, mais l'idée n'est pas ici de faire un cours sur la TVA. Enfin, il existe plusieurs régimes de TVA en fonction des activités de votre entreprise et en fonction des différents régimes, les modes de déductions pourront donc différer.

Les chiffres du tableau de trésorerie sont aussi liés à des dates d'encaissement ou de décaissement, alors qu'un compte de résultat prévisionnel intègre une référence de transfert de propriété ou de réalisation d'un service.

Prenons un exemple, car cette notion est parfois complexe.

Choisissons le cas d'une société de prestations de services.

Je lance une campagne marketing avec mon entreprise pour 12 000 euros TTC, soit 10 000 euros HT.

Cette campagne va être réalisée sur quatre mois, à raison de 2 500 euros par mois et commencera en janvier de l’année N. J’ai négocié avec mon fournisseur un délai de règlement à 30 jours. Cela signifie que je vais payer ma facture de fin janvier d’un montant de 2 500 euros HT, soit 3 000 euros TTC, fin février ; celle de fin février, fin mars, etc.

En revanche, la prestation ayant commencé en janvier, je prévoirai dans mon compte de résultat de provisionner dès le mois de janvier et pour les quatre mois une charge de 2 500 euros (il n’y a pas de TVA dans le compte de résultat).

Cela se traduit ainsi sur ma prévision de trésorerie :

Dépenses d'exploitation	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
Campagne marketing		3 000	3 000	3 000	3 000	

Et sur mon compte de résultat prévisionnel :

Charges d'exploitation	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
Campagne marketing	2 500	2 500	2 500	2 500		

Nous parlons du même service acheté à un prestataire, mais d’un côté, il s’agit de la dépense (j’ai payé ce service) et de l’autre, il s’agit d’une charge d’exploitation (je constate la réalisation du service).

Dans les mouvements d'exploitation, nous allons donc retrouver les encaissements des factures que vous émettez à l'ordre de vos clients, mais aussi les salaires payés à vos collaborateurs, les charges y afférentes, les loyers, les dépenses marketing, la sous-traitance, les achats de marchandises, etc.

Le dernier élément d'exploitation (qu'on ne trouve bien entendu pas dans le compte de résultat prévisionnel) va concerner le solde de TVA. Vous encaissez de la TVA à chaque fois qu'un de vos clients vous règle, et vous devez reverser cette TVA perçue à l'État. Parallèlement, vous décaissez de la TVA à chaque fois que vous réglez un de vos fournisseurs, et cette TVA décaissée doit vous être remboursée par l'État. Il convient donc de solder la TVA chaque mois (le cas général) en déduisant les montants de TVA encaissés et décaissés.

➤ *Les mouvements hors exploitation*

Il s'agit là des mouvements de trésorerie (entrées et sorties) générés par des activités que l'on ne peut pas directement lier à l'exploitation de la société au quotidien.

Ainsi, un emprunt que vous contractez à la banque va être considéré comme un mouvement hors exploitation, de la même manière que les mensualités de son remboursement.

Autre exemple : les investissements en machines, ordinateurs ou serveurs, sont considérés comme des opérations, tout comme les loyers payés d'avance ou les dépôts et cautionnements.

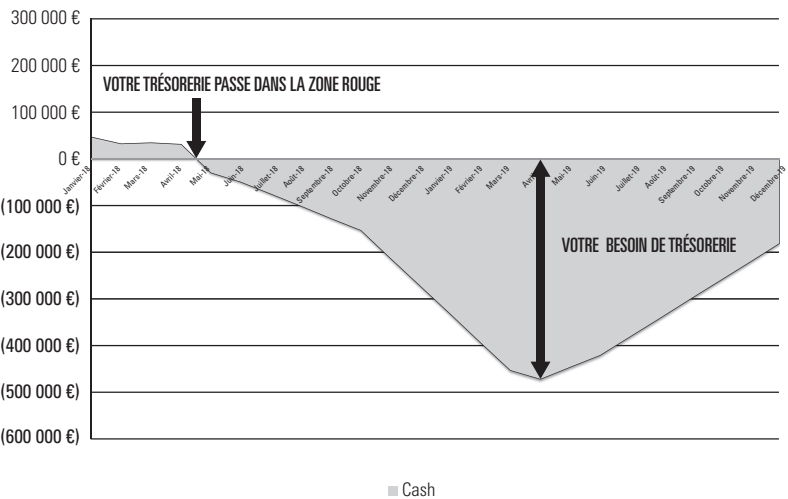
Et bien entendu, toute augmentation de capital, tout versement ou remboursement de compte courant d'associé sont autant de mouvements considérés hors exploitation.

Même en cherchant bien, vous ne pourrez pas les retrouver dans le compte de résultat prévisionnel.

➤ *Comment exploiter ce document ?*

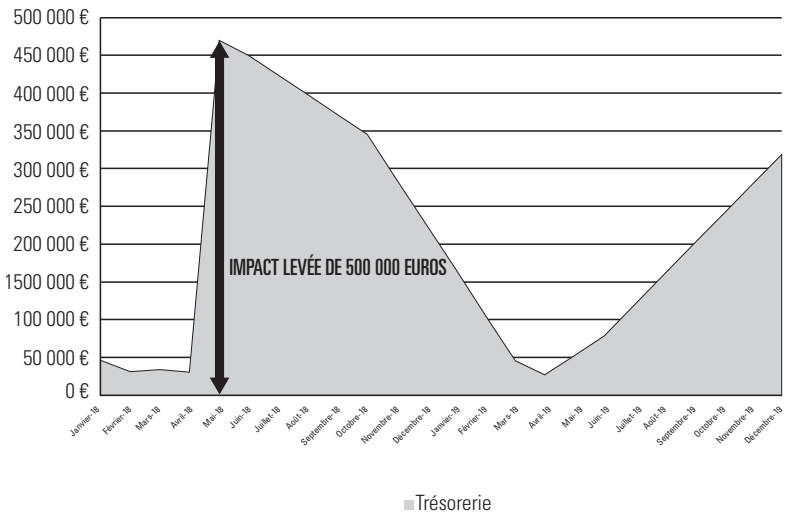
Une fois l'ensemble des données renseignées dans le tableau, vous allez pouvoir suivre l'évolution de votre compte bancaire sur les deux ou trois prochaines années. C'est souvent un moment particulièrement douloureux, car vous constaterez qu'il risque de tomber dans le rouge rapidement. Si ce n'était pas le cas, vous ne chercheriez pas à lever des fonds ! L'évolution de votre trésorerie est encore plus nette si vous la montrez à l'aide d'un graphe. Le besoin de trésorerie va tout de suite vous sauter aux yeux.

Le graphique ci-dessous montre un exemple (fictif) de tableau de trésorerie prévisionnel d'une entreprise qui cherche à lever des fonds.



Nous voyons ici une projection de trésorerie sur 24 mois à partir de janvier 2018. Cette projection montre que le compte bancaire de la société, qui est très fragile dès le début de la période, passe dans la zone rouge à compter du mois de mai 2018. On constate aussi que la situation tend à s'aggraver avec le temps, atteignant ainsi un pic négatif en avril 2019, date à partir de laquelle la trésorerie semble s'améliorer.

Ce pic négatif, tel que nous pouvons le voir ici, représente le montant minimum des fonds que vous devrez rechercher, faute de quoi vous vous trouverez à un moment ou un autre en difficulté. Ici nous identifions un besoin d'au moins 500 000 euros. Et nous avons aussi pu mettre en avant une date idéale de levée des fonds. Il s'agit de mai 2018, date à partir de laquelle, d'après vos prévisions, vous serez dans le rouge. Voyons maintenant à quoi va ressembler le même graphe à partir du moment où vous aurez prévu la levée de fonds de 500 000 euros en mai 2018.



La levée en mai 2018 permettrait bien à votre entreprise d'avancer selon ses plans sans se retrouver en difficulté financière. Cependant, comme nous le verrons plus tard, il sera peut-être préférable de lever un peu plus de 500 000 euros afin de pouvoir faire face à des situations inattendues et délicates.

N'oubliez pas non plus que ces documents vont être présentés à vos investisseurs potentiels. Imaginons qu'ils aient une manière de négocier, fort désagréable mais pas inhabituelle, qui consiste à faire durer le plaisir des négociations jusqu'à ce que votre situation de trésorerie soit tendue. Si nous reprenons notre exemple ci-dessus, imaginons que vous êtes en négociation avec un investisseur et que nous sommes en avril 2018. Il sait que dans les prochaines semaines votre trésorerie sera difficile et, pour lui, cela pourrait être un réel levier de négociation... Plus nous approcherons du mois de mai 2018, plus vous risquerez de devoir accepter certaines clauses, faute de quoi c'est votre banquier qui se réveillera.

Faites donc toujours attention à ce que vous présentez, et assurez-vous une marge de manœuvre, soit en envisageant ce que les investisseurs en place peuvent apporter à court terme (et vous aussi), soit en étudiant ce qu'un organisme comme Bpifrance ou des structures de prêt d'honneur pourraient faire. Voyez aussi comment limiter vos dépenses au strict minimum.

Le plan de financement

Ce dernier document n'est pas à prendre à la légère. Il va vous permettre de relier votre compte de résultat prévisionnel et votre trésorerie. C'est en quelque sorte la synthèse de votre stratégie de financement.

Le plan de financement se présente sous la forme d'un tableau d'emplois/ressources. En voici un exemple :

Tableau III – Tableau d'emplois/ressources

	2017	2018	2019	2020
EMPLOIS				
Résultat net				
+ dotations aux amortissements et provisions				
Capacité d'autofinancement				
– variations créances clients				
– variations autres créances				
+ variations dettes fournisseurs				
+ variations autres dettes				
Variation du besoin en fonds de roulement				
Investissements				
Dépôts et cautionnements				
Remboursements d'emprunts				
TOTAL EMPLOIS				
RESSOURCES				
Augmentation de capital				
Apports en comptes courants				
Emprunts contractés sur la période				
Subventions obtenues				
Avances remboursables				
TOTAL RESSOURCES				
FLUX DE TRÉSORERIE ANNUELS				

Nous retrouvons dans la partie des « emplois » l'ensemble des sorties de trésorerie : investissements, dépôts et cautions, remboursements d'emprunts.

À noter deux éléments qui peuvent vous intriguer : la capacité d'autofinancement (CAF) et le besoin en fonds de roulement (BFR).

Nous avons déjà croisé la CAF dans le compte de résultat prévisionnel. C'est en effet une donnée qui découle directement du résultat de l'entreprise. Elle représente la partie de trésorerie générée que l'on peut identifier à partir du compte de résultat. La CAF est positive ou négative, en fonction de l'exploitation de l'entreprise. Lorsqu'elle est positive, cela signifie que l'exploitation de l'entreprise génère un excédent de trésorerie qui lui permet de financer son activité. Si la CAF est négative, on rencontre ici un déficit de trésorerie, et l'exploitation ne suffisant pas, soit on puise dans les ressources initiales, soit on doit chercher de nouvelles sources de financement.

Pour ce qui concerne la variation du besoin en fonds de roulement, j'ai choisi de présenter en détail dans le tableau III ci-dessus sa méthode de calcul. Il s'agit simplement de simuler l'impact des délais de règlement sur la comptabilité. C'est en quelque sorte cet élément qui relie le compte de résultat prévisionnel et la trésorerie. Le besoin en fonds de roulement correspond, comme son nom l'indique, à un besoin de financement créé par les décalages de trésorerie liés aux encaissements et aux décaissements.

Votre BFR peut ainsi être :

- **Positif** : les besoins de financement des stocks et créances sont supérieurs aux dettes fournisseurs. Cela veut dire par exemple que votre activité nécessite un stock conséquent, ou que les délais de règlements de vos clients sont plus importants que vos délais pour régler vos fournisseurs.
- **Négatif** : les dettes fournisseurs sont supérieures aux besoins pour financer les stocks et les créances clients. C'est le cas d'activités pour lesquelles les

encaissements sont rapides, voire immédiats (modèle SaaS, certains commerces...).

Les autres éléments se retrouvent dans le tableau de suivi de trésorerie qui n'a donc plus aucun secret pour vous.

Point mort et seuil de rentabilité

Un dernier élément vous sera souvent demandé par les investisseurs : votre point mort ou votre seuil de rentabilité.

Première chose à connaître : la différence entre ces deux termes (souvent confondus).

- Le seuil de rentabilité représente le montant du chiffre d'affaires qui, dès qu'il sera dépassé, générera des profits.
- Le point mort quant à lui représente la date à laquelle ce seuil de rentabilité sera atteint. Le point mort s'exprime donc en jours. Vous atteindrez ce point mort au moment où votre chiffre d'affaires permettra de couvrir l'ensemble des charges de votre entreprise. C'est seulement à partir de ce moment-là que vous deviendrez rentable.

N'oublions pas que les investisseurs sont plutôt intéressés par ce point. Même si l'on voit aussi des fonds d'investissement qui ne se préoccupent pas trop du sujet, tablant sur de multiples levées à la suite les unes des autres, il est tout à fait logique de s'en préoccuper.

La plupart du temps, la présentation du point mort se fait à partir d'un graphe. Il est en effet très visible si on compare dans le temps deux courbes : celle du chiffre d'affaires et celle des charges. La figure suivante montre ce que cela donne.

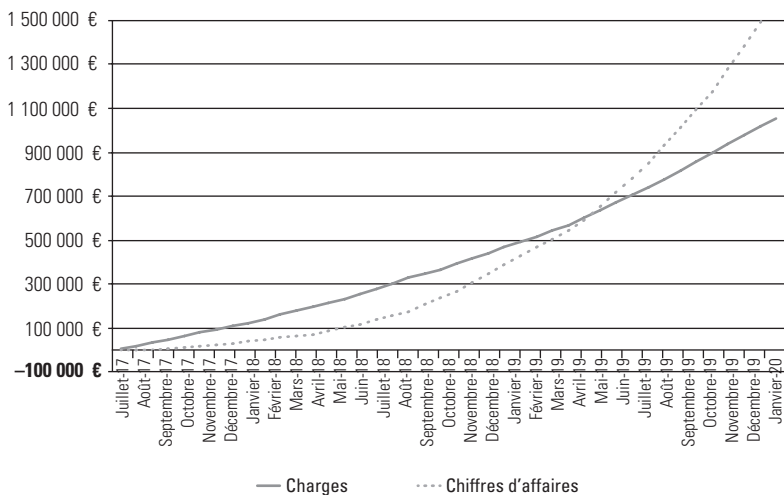


Figure 9 – Recherche du point mort

Vous souhaitez savoir calculer votre point mort ? Voici comment faire.

- On appelle CA le chiffre d'affaires et CV les charges variables directement liées au chiffre d'affaires.
- Calculons la marge sur coûts variables (MCV) :

$$MCV = CA - CV.$$
- De la MCV, déduisons le taux de marge sur coûts variables (TMCV) :

$$TMCV = MCV/CA.$$
- Le seuil de rentabilité (SR) se calcule alors ainsi :

$$SR = CF/TMCV.$$
- Le point mort en nombre de jours (PM) est alors :

$$PM = SR/(CA \text{ annuel}/360).$$

Bonus : quelques conseils de plus pour rédiger votre business plan

- **Évitez de confier votre business plan (BP) dans son intégralité à votre expert-comptable.** Faites-le plutôt intervenir sur les éléments financiers après avoir bouclé le reste. Vous pouvez même lui faire tout simplement revoir les chiffres si vous le souhaitez.
- **Méfiez-vous des promesses trop difficiles à tenir.** Votre BP est revu par les investisseurs qui vont le discuter avec vous. Ce document peut même parfois être pris comme base de référence dans le pacte d'actionnaires comme nous le verrons plus tard.
- **Si vous pensez qu'il faudra de nouvelles levées à terme, annoncez-le.** Là encore, certains investisseurs vont considérer votre BP comme anticipant de nouvelles levées. Il est important que tout le monde soit en phase là-dessus dès le départ.
- **Vous avez tout à fait le droit de vous rémunérer.** Ce n'est pas une honte. N'abusez pas bien entendu, et restez raisonnable. Vous pouvez partir d'un salaire peu élevé et le faire évoluer dans le temps, en fonction d'objectifs que vous vous fixez, par exemple l'atteinte d'un niveau de chiffre d'affaires, la rentabilité. De toute manière, ce sujet sera abordé avec les investisseurs dans ce qui s'appelle le « management package », que nous abordons plus loin dans le chapitre 7 dédié à la négociation.
- **Ne soyez pas pessimiste !** Il n'y a rien de plus désolant qu'un entrepreneur qui présente des projections financières pessimistes. D'autant que l'investisseur en face part du principe que vous avez tout fait pour lui montrer que la mariée était belle, quitte à la présenter sous des hospices trop favorables. Son réflexe naturel sera donc d'appliquer à vos prévisions un coefficient

qui les diminuera. Imaginez donc si l'investisseur diminue vos prévisions les plus basses !

- **Faites preuve de réalisme optimiste.** C'est la seule manière que j'ai trouvée d'exprimer ce que l'on peut attendre de vous. Les projections doivent provenir d'hypothèses sur lesquelles vous devez être capable de vous justifier. Elles sont tangibles, faciles à comprendre et étayées. N'oubliez pas que vous avez tout de même intérêt à faire un peu rêver votre investisseur.
- **Ne modifiez pas vos projections de chiffre d'affaires en fonction de vos charges !** Voici une erreur très classique que l'on voit sur les business plans mais aussi parfois dans les budgets de grandes entreprises. On cherche à lever un certain montant, car il faut investir en recrutements et autres dépenses. Mais en faisant le tour de tous les besoins, l'addition s'alourdit, malgré un chiffre d'affaires qui reste trop bas à votre goût. Dans ce cas, vous pourriez décider de chercher à lever plus ou à augmenter votre chiffre d'affaires afin de compenser le manque. Mon conseil est surtout de revoir l'adéquation des dépenses et des retours sur investissement, ligne par ligne. Vous êtes là pour créer de la valeur de manière professionnelle, et non pour faire mentir un tableur.
- **Méfiez-vous des tableurs qui peuvent vous rendre très vite milliardaire.** L'utilisation d'un tableur est bien entendu très utile, en particulier lorsqu'il s'agit de prévoir son chiffre d'affaires. Prenons l'exemple d'une société qui a développé un outil en SaaS avec un modèle « freemium ». Elle propose un passage à une version payante du produit pour des fonctionnalités qu'elle estime très importantes pour l'utilisateur. Elle table donc sur le fait qu'une portion de ses utilisateurs freemium passera au modèle payant. Voici

un premier tableau d'hypothèses, où l'on constate un taux de conversion de la version gratuite à la version payante de 1,5 %. Cela ne semble pas totalement dérisoire.

	Année 1	Année 2	Année 3
Nombre de téléchargements de la version freemium	200 000	500 000	1 000 000
Taux de conversion vers le statut « utilisateurs »	35 %	35 %	35 %
Nombre d'utilisateurs freemium (qui utilisent le produit téléchargé)	70 000	175 000	350 000
Taux de conversion vers la version payante	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Nombre d'utilisateurs payants	1 050	2 625	5 250
Prix annuel de la licence (en euros)	100	100	100
Chiffre d'affaires annuel (en euros)	105 000	262 500	525 000

Premier tableau d'hypothèses

Maintenant, voici le même tableau avec un taux de conversion qui passe à 15 %.

	Année 1	Année 2	Année 3
Nombre de téléchargements de la version freemium	200 000	500 000	1 000 000
Taux de conversion vers le statut « utilisateurs »	35 %	35 %	35 %
Nombre d'utilisateurs freemium (qui utilisent le produit téléchargé)	70 000	175 000	350 000
Taux de conversion vers la version payante	15 %	15 %	15 %
Nombre d'utilisateurs payants	10 500	26 250	52 500
Prix annuel de la licence (en euros)	100	100	100
Chiffre d'affaires annuel (en euros)	1 050 000	2 625 000	5 250 000

Second tableau d'hypothèses

Le simple jeu de virgules a décuplé vos projections. Je ne dis pas ici que la deuxième hypothèse est fausse. Je

dis simplement que, quelle que soit l'hypothèse retenue, cette dernière doit être justifiée.

- **Évitez de démultiplier les scénarios de projections.** C'est souvent particulièrement lourd à lire et à comprendre. D'ailleurs, on constate que les scénarios ont tendance à s'emmêler et que vous avez beaucoup de mal à vous y retrouver lorsque l'on vous challenge. Vous pouvez tout à fait expliquer et justifier vos projections, puis proposer un « worst case scenario⁹ » afin de montrer que vous y avez pensé et que vous saurez prendre les bonnes décisions dans des situations difficiles.
- **De manière générale, ne mettez pas trop de tableaux dans votre business plan.** Utilisez les annexes pour détailler autant de points que vous le souhaitez, et tenez-vous-en à l'essentiel pour ce qui concerne le BP lui-même.
- **Ne versez pas de dividendes¹⁰ !** Pour rappel, vos investisseurs voient à très court terme, exception faite de certains « family offices » ou business angels qui investissent sur le long terme. Vos investisseurs ne cherchent donc pas à toucher des dividendes, mais à sortir à cinq ans au plus tard. Plus les profits seront réinvestis dans votre entreprise, mieux ce sera.
- **Privilégiez la gestion de la trésorerie avant celle du résultat.** Si faire des profits est une bonne chose, s'assurer que l'on peut continuer à fonctionner avec sa trésorerie est encore plus important. On peut ainsi faire des profits, et ne pas encaisser assez vite les sommes que doivent les clients, mettant ainsi en péril

9 - Le « worst case scenario » est une simulation qui intègre des hypothèses très pessimistes.

10 - Les dividendes sont les profits de l'entreprise qui sont distribués aux actionnaires.

son entreprise. C'est ce que l'on appelle en jargon comptable : « ne pas être liquide ».

- **N'annoncez pas les conditions de levée.** Vous aurez tout le temps de discuter de ces sujets avec vos investisseurs plus tard.
- **Faites bien attention à la forme !**
 - refaites vos calculs, corrigez les fautes ;
 - n'oubliez pas d'inclure une table des matières ;
 - numérotez les pages ;
 - pensez à intégrer des graphes et des illustrations ;
 - attention aux répétitions excessives ;
 - vous pouvez utiliser un outil de présentation comme PowerPoint qui facilite l'utilisation graphique et pourra ensuite être réutilisé pour le pitch deck.
- **Enfin et surtout : faites-vous relire !** Le mieux est de le faire relire par une personne de confiance, qui n'est pas impliquée dans le projet.

Le pitch deck

Le pitch deck est le document de support que vous utiliserez dans le cadre des présentations aux entrepreneurs.

L'objectif de ce document n'est bien entendu pas de répondre à l'ensemble des questions qui se posent, mais de présenter une vision, un projet et de donner envie aux investisseurs de continuer la discussion avec vous. Vous allez ainsi vous focaliser sur les éléments que vous considérez comme essentiels pour susciter l'intérêt des investisseurs, en essayant d'allier clarté et synthèse.

Ce document fait en général une douzaine de pages, et doit pouvoir être projeté. Nous reparlerons plus en détail du pitch au chapitre 4.

Les slides vont reprendre les grands thèmes de votre business plan. Pas de surprise sur ce point, le pitch deck devant directement découler du BP, en plus graphique et synthétique.

La présentation doit être épurée et ne surtout pas reprendre de phrases entières de votre business plan. Guy Kawasaki¹¹ propose une approche que certains d'entre vous pourraient utiliser : la règle des 10/20/30, qui se résume en 10 slides pour 20 minutes de présentation et une taille de caractères minimum de 30. À vous de voir si cela vous convient.

Pour les premiers exercices de présentation, il est parfois bon que le texte soit un peu plus écrit. Cela peut vous permettre de gagner en confiance, et de savoir que vous aurez un appui en cas de doute ou de trou de mémoire. En revanche, lire ses slides est à proscrire !

Les slides couvriront ainsi les sujets suivants :

- en introduction, la phrase qui résume votre projet ;
- le problème : quel est-il ? En quoi fait-il mal ? Quelles sont les solutions actuelles ? ;
- votre offre : votre présentation devrait être la plus imagée possible ;
- le marché : sa taille, son évolution, les clients ;
- la concurrence : ici vous pouvez reprendre le graphe de votre business plan s'il est suffisamment explicite ;
- vos réalisations : la traction à ce jour ;
- le business model : canaux de distribution, prix ;
- la stratégie ;
- l'équipe : les photos des personnes clés, ainsi qu'un résumé de leur parcours et de leur rôle actuel ;
- les reconnaissances ;
- l'analyse SWOT ;

11 - Guy Kawasaki est un entrepreneur américain reconnu dont les livres sont de réels éclairages pour les entrepreneurs (<http://guykawasaki.com>).

- les projections financières : ne présenter que les chiffres clés (chiffre d'affaires, dépenses, résultat d'exploitation, situation de trésorerie) sur trois ou cinq années. Il est très facile et utile de présenter les chiffres sous forme de graphes.
- le montant que vous recherchez : combien ? Et pourquoi ? ;
- votre stratégie de levée : capital ? Dette ? Les deux ?

On table souvent sur 8 à 12 slides. Bien entendu, en fonction de la durée du pitch, vous pourrez en utiliser moins. Il est ainsi difficile pour une présentation de 3 minutes d'utiliser plus de deux ou trois slides.

Pensez à ajouter un slide pour les reconnaissances. Ce slide est optionnel, et il est surtout utile dans le cas d'une première levée de fonds significative, c'est-à-dire après une levée en « love money ».

Si vous avez gagné des concours, si vous êtes soutenu ou subventionné par des organismes publics ou privés, c'est le moment de mettre ces arguments en avant. Ces premiers succès montrent d'une part que vous vous bougez, et d'autre part que votre projet est reconnu.

Maintenant, évitez de lister les deux ou trois articles que vous avez pu obtenir dans la presse, si cela se limite à de la presse locale ou à de la presse généraliste du monde des start-up. C'est toujours bien en effet de bénéficier de presse, mais nous savons tous que ce n'est pas toujours bien difficile, et qu'à moins que l'article ait eu une retombée significative pour vous, il n'est pas nécessaire de prendre de l'espace sur des slides pour obtenir un effet mineur.

Le chapitre 4 revient en détail sur le pitch, mais si vous cherchez des exemples de pitch decks qui ont bien fonctionné, voici deux liens qui pourraient vous intéresser :

- <http://bestpitchdecks.com>
- <http://piktochart.com/blog/startup-pitch-decks-what-you-can-learn>

L'executive summary

Ce document est la synthèse de votre business plan et de votre pitch deck.

J'ai pu entendre ou lire des intervenants sur le sujet expliquer qu'il valait mieux fonctionner à l'inverse, c'est-à-dire partir de l'executive summary pour ensuite produire le business plan. J'ai fait l'exercice avec deux sociétés, et nous nous sommes surtout rendu compte que notre executive summary de départ avait été totalement remanié, suite aux résultats du travail autour du business plan. Essayez si vous le souhaitez, mais vous aurez été prévenu !

Nous parlons ici d'un document de deux pages au plus, voire même une seule page pour les dossiers envoyés aux États-Unis.

Vous pensez impossible de résumer les 30 pages du BP en un simple feuillet ? Eh bien, détrompez-vous ! Si vous partez du business plan, cela sera relativement facile. D'autant que le pitch deck vous a déjà permis de résumer une partie de votre business plan. On attend ici tous les éléments clés de votre BP sous un format ultrasynthétique, avec pour objectif de vous ouvrir les portes des bureaux de vos investisseurs afin de venir y pitcher.

Vous êtes dans un jeu de séduction et vous avez pour objectif d'obtenir un rendez-vous. Pensez simplement à la photo que vous mettriez sur un site de rencontre. *A priori*, cette photographie devrait vous mettre en valeur sans être trop éloignée de la réalité non plus...

Vous n'aurez pas d'autres chances de séduire. Il vous faut donc une présentation synthétique, efficace, qui donne envie d'aller plus loin dans les discussions. Parfois l'executive summary se situe en introduction du business plan. L'idée peut s'avérer très utile si vous envoyez directement vos documents à un investisseur. Si l'executive summary lui plaît, il lira alors dans la foulée le BP.

Faites attention à ce que votre executive summary ne soit pas un document que l'on pourrait comparer à une plaquette commerciale. Je vous rappelle que vous n'êtes pas en train de vendre votre produit à un client mais que vous présentez votre solution à un investisseur potentiel.

Ce document doit donc être efficace, clair et lisible, faisant si possible à ce stade abstraction d'éléments trop techniques. Les aspects techniques donneront lieu à des discussions plus longues au fil du processus de levée de fonds.

En quelques mots, voici des conseils rapides pour produire un bon executive summary en matière de forme et de fond.

Le fond

- En tête de document, trouvez une phrase d'accroche qui puisse résumer votre projet et votre proposition de valeur. Cette phrase doit être suffisamment lisible et parlante. Elle devrait aussi à terme vous aider lors de vos présentations orales.
- Il faut mettre en avant si possible plus d'un réel bénéfice pour votre interlocuteur. L'idéal étant deux ou trois. Ce seront autant d'éléments différenciants. Par contre, ne présentez pas une liste de courses, non plus...

- Évitez de lister l'ensemble des fonctionnalités de votre produit.
- Reprenez les rubriques de votre business plan.
- Essayez d'appliquer la méthode des cinq questions clés :
 - quoi ?
 - pourquoi ?
 - qui ?
 - quand ?
 - comment ?
- N'oubliez pas de rappeler le montant que vous cherchez !

La forme

- Ne dépassez pas deux pages.
- Employez les mots les plus simples possible.
- Évitez le jargon technique (contrairement au BP, il n'y a pas la place pour un glossaire).
- Écrivez de manière assertive. Pas de négations et beaucoup d'enthousiasme !
- Les investisseurs anglo-saxons ont pour habitude de ne disposer quasiment que de documents d'une seule page. Donc faites attention, en fonction de votre cible... Ce qui ne signifie pas d'écrire en typo 5 ! Restez lisible.
- Vous pouvez mettre des graphes et des images, sans le moindre problème.
- Évitez en revanche de présenter trop de tableaux. Ce sera probablement indigeste.
- Imprimez ! Relisez ! Corrigez ! Simplifiez ! Et relisez encore !
- Faites relire le document : n'oubliez pas que si votre activité est claire pour vous, elle peut l'être moins pour les autres.

- N'oubliez jamais de faire en sorte de laisser vos coordonnées, idéalement en fin de document, afin que l'on puisse vous joindre.
- Et relisez-vous encore...

Une dernière recommandation : on ne travaille jamais assez son executive summary !

Bien se préparer

Est-ce le bon moment ?

Vous serez à court de trésorerie dans trois mois. Il va falloir lever des fonds rapidement... Peut-être est-ce même déjà trop tard...

Vous devez tout d'abord bien comprendre le processus de levée et le temps que cela va prendre, soit entre trois et neuf mois, parfois plus. Je n'en ai jamais connu de plus courte, sauf dans le cas où l'un des investisseurs décidait de réinvestir seul dans l'entreprise. Si vous vous lancez dans une levée de fonds, ce délai est donc à prendre en compte avant toute initiative. Tout prend du temps, de la lecture du dossier à la négociation et au versement des fonds...

Et pendant cette période, il vous faudra tenir en termes de trésorerie et vous assurer que votre activité tourne au mieux afin de présenter les meilleurs indicateurs possibles à vos investisseurs potentiels. Un exercice de style bien particulier. Dans une levée, montrer que l'on sera bientôt à court de trésorerie, c'est comme ne plus avoir de munitions lors d'un duel à main armée... C'est mortel.

Alors, quand faut-il lever ? La notion fondamentale de la levée de fonds est le passage d'étape, le changement d'échelle. Une levée est initiée par une société qui a un besoin de financement, non pas pour faire tourner la boutique, mais pour mener l'activité vers de nouveaux succès. Par exemple, la commercialisation à grande échelle d'un produit qui a fait ses preuves, l'ouverture au marché international.

La figure 10 est un graphe synthétique pour vous aider à envisager l'opportunité d'une levée de fonds.

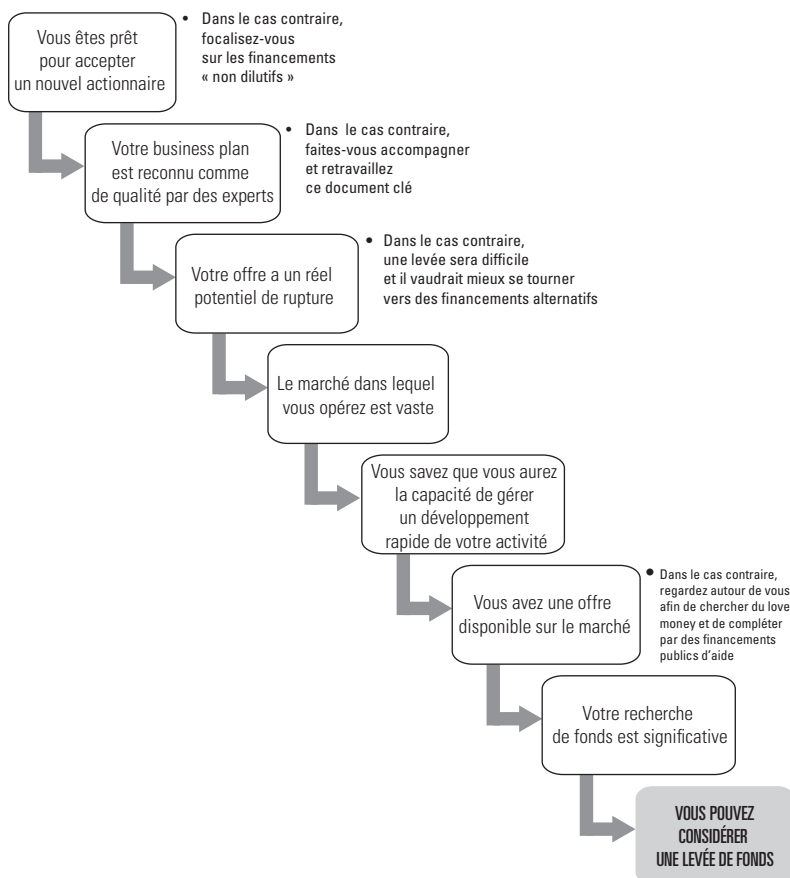


Figure 10 – L'arbre de décision pour une levée de fonds

Identifier les besoins

De combien avez-vous besoin ? C'est une des questions essentielles de la levée. Parlons-nous de 200 K€, d'1 million, de 5 millions ? Bien entendu, selon vos besoins, les investisseurs ne seront pas les mêmes et les discussions seront très différentes.

Plus vous chercherez à lever, plus vos interlocuteurs vous demanderont d'informations sur le projet. Cela signifie une « due diligence¹ » plus lourde et des conclusions de cette due diligence parfois plus critiques, avec pour conséquence des clauses de garantie plus lourdes. Cela signifie aussi une lettre d'intention négociée de manière plus rude, et des questions portant sur la valorisation, pour lesquelles vous avez grand intérêt à être préparé. Cela prendra donc plus de temps, et pourra avoir un impact critique si votre situation de trésorerie n'est pas confortable.

Mais tout cela est très normal. N'oubliez pas que les investisseurs vont vous confier des fonds, et souhaitent s'assurer qu'ils font un bon investissement sur le bon projet avec les bonnes personnes. Plus les montants en jeu seront significatifs, plus il faudra de votre côté convaincre de la qualité de l'investissement.

En cas de levée de fonds d'un montant faible, disons inférieure à 250 K€, les choses se passent souvent de manière plus rapide et moins contraignante. À moins de tomber sur des investisseurs très compliqués, les phases de due diligence seront simplifiées (on parle de « revue limitée » dans ce cas), et les garanties demandées seront moins fortes, la valorisation restant bien entendu toujours un sujet de discussion.

1 - La « due diligence » est la phase d'audit qui suit la signature de la lettre d'intention.

Lever moins permet certainement de simplifier le processus, qui devient plus rapide et souvent moins douloureux. Cependant, d'une part, une faible levée pourra vous permettre de subvenir à vos besoins sur une période probablement plus courte, sachant, par expérience, que cette période sera encore raccourcie par les aléas de votre activité. Vous risquez de devoir retourner chercher des investisseurs rapidement ! D'autre part, tout ce temps consacré à rechercher des investisseurs est autant de temps que vous ne passerez pas à développer votre activité et à satisfaire vos clients.

Visez donc juste.

Faites tout d'abord le travail de projections que nous aborderons lorsque nous parlerons de votre business plan. Identifiez vos besoins de trésorerie sur 18 ou 24 mois en intégrant dans votre réflexion le passage d'étape que vous envisagez. C'est globalement ce besoin que vous allez chercher à financer. Je suggère habituellement aux entrepreneurs d'augmenter légèrement ce besoin, car il faut toujours garder en tête que les hypothèses d'aujourd'hui peuvent ne pas se concrétiser aussi rapidement demain.

Voici un exemple concret.

Il y a deux ans, j'ai rencontré un entrepreneur dans le tourisme qui cherchait à lever 300 000 euros auprès de business angels. Je lui ai demandé ses projections financières. Elles étaient bien construites, et montraient en effet un besoin de financement de 300 000 euros à six mois... Mais lorsque j'ai regardé plus en détail ses projections, je me suis aperçu que ce besoin passait à 600 000 euros quatre mois plus tard.

Cela signifiait donc que l'entreprise allait chercher à lever 300 000 euros, et à peine la levée bouclée, elle devrait repartir à la recherche d'un complément de fonds. L'entrepreneur

n'avait pas réalisé ce que cela impliquerait dans ses démarches et son business.

Imaginons maintenant que dans le cadre de cet exercice de projections vous vous rendiez compte que vous arrivez à vous autofinancer. Bravo ! Vous n'avez peut-être pas besoin de lever des fonds. Mais faites tout de même un nouvel exercice qui cette fois partira de vos projections initiales, auxquelles vous allez rajouter le montant visé.

Par exemple :

Votre business plan vous permet de tenir sur 24 mois avec une stratégie de développement commercial en B to B et une R&D qui seront financés par un gros contrat client que vous avez signé, complété de quelques aides ou subventions. À ce stade, vous ne pensez pas avoir besoin de lever. Mais que se passerait-il si vous pouviez bénéficier de 500 000 euros de plus ? Voire d'1 million d'euros ? Est-ce que votre activité se développerait plus vite ? Sur quel levier travailleriez-vous alors et quelles en seraient les conséquences en termes d'activité, de performance et donc de valorisation de votre entreprise ?

Faites ce travail. Vous verrez que cela peut vous faire totalement revoir votre stratégie de levée dans un sens comme dans l'autre. À ce stade, investir une telle somme dans l'entreprise pourrait ne pas avoir d'impact significatif et cela confirmerait qu'une levée n'est pas justifiée. Néanmoins, dans certains cas, l'exercice peut donner lieu à de belles levées et surtout à des échanges passionnants avec les fonds d'investissement qui eux-mêmes auront des idées judicieuses pour investir les quelques millions finalement recherchés.

Voici une dernière petite histoire.

En 2015, je travaillais avec une structure qui cherchait à lever près de 3 millions d'euros. C'était sa seconde levée, après

un premier tour auprès d'un business angel américain qui avait investi 1 million de dollars. Le tour de table se passait correctement et nous rencontrions des investisseurs intéressés. Mais le déclic a eu lieu avec un fonds qui connaissait particulièrement bien le secteur d'activité en question. Son approche fut radicale. Une levée à 3 millions n'allait pas servir à grand-chose, si ce n'est couvrir une ambition trop locale pour un produit qu'ils avaient tout de suite identifié comme pouvant être développé à l'international. Encore une histoire de « momentum » ! Bien entendu, une levée plus lourde allait avoir un impact sur la dilution des fondateurs, mais en même temps, cette nouvelle approche donna lieu à une revue des projections à trois ans, et in fine à une valorisation supérieure acceptée par tous.

Si vous partez sur une stratégie à levées multiples, pensez toujours qu'il va falloir intégrer dans votre besoin la trésorerie qui financera la période de levée suivante.

Les intermédiaires

Il peut s'avérer utile de chercher à travailler avec un leveur de fonds. Il joue en quelque sorte le rôle du « marieur » de l'ancien temps. Sa mission est de vous accompagner dans votre recherche, d'analyser votre profil, de comprendre ce que vous recherchez exactement et de trouver votre partenaire idéal, en utilisant un réseau de contacts aussi complet et qualifié que possible, en vous accompagnant dans toutes vos démarches et ce jusqu'à la dernière étape : le OUI du futur partenaire.

Comme dans toute profession, on constate que les niveaux de professionnalisme varient de manière significative. On retrouve en effet, comme dans les agences matrimoniales, certaines personnes peu scrupuleuses

qui vendent monts et merveilles, vous feront signer un contrat coûteux et contraignant et vous laisseront travailler dans votre coin jusqu'à la clôture de la levée. D'autant que si votre projet est suffisamment séduisant, le travail se fera tout seul, ou presque. Faites bien attention à ce que vous signez avec un leveur de fonds et aux engagements que vous prenez dans le temps. S'il est tout à fait normal qu'il soit rémunéré pour le travail accompli et qu'il perçoive une indemnité en cas de levée postérieure à la fin de son contrat, cela doit être limité tant en montant que dans un délai raisonnable.

Par ailleurs, méfiez-vous des tarifs trop bas, qui cachent parfois des coûts cachés comme celui résultant de l'obligation d'utiliser l'avocat préféré du leveur, qui n'est pas forcément le meilleur ni le moins cher. Renseignez-vous bien avant de signer et demandez une liste de références à contacter.

Dans le cas de levées de faible montant (moins de 500 K€), le leveur de fonds n'apportera que très peu de valeur ajoutée. Son carnet d'adresses va souvent se limiter aux réseaux de BA ou aux sites de crowdfunding. Autant de contacts qualifiés que vous pourrez trouver en quelques recherches sur le net. Sur des faibles montants, il est surtout recommandé de prendre un avocat spécialisé et de faire revoir son business plan par un spécialiste. Il suffira ensuite de vous connecter aux bons réseaux pour lesquels vous trouverez les sources en annexe 2 de ce livre.

Être reçu dans une agence matrimoniale ne vous garantit en aucun cas une conquête ! Être reçu par un leveur ne garantit pas de lever des fonds... On rencontre trop d'entrepreneurs qui expliquent qu'ils sont certains de lever parce qu'ils ont été reçus par un cabinet...

Vous pouvez choisir de ne pas faire appel à un intermédiaire

Imaginons maintenant que vous souhaitiez vous débrouiller seul. Les sites de rencontre existent. Il suffit de vous inscrire sur le net, et de laisser faire... Mais là encore, tout n'est pas si simple.

Les sites dont je parle ici sont par exemple des sites de crowdfunding ou d'autres plateformes comme Angel-Square ou AngelList aux États-Unis qui, eux, ont la particularité de mettre en avant des projets qu'ils ont identifiés comme étant de grande qualité et de mettre en contact ceux qui les ont lancés avec des investisseurs identifiés.

Ce n'est pas pour autant que les fonds seront levés...

On constate ainsi que le crowdfunding est très souvent complémentaire d'une levée auprès de business angels. Ce mix fonctionne très bien, les crowdfunders étant rassurés d'apprendre que tel réseau ou tel BA a investi une partie de son capital chez vous.

Valoriser son entreprise

La valorisation est LE sujet pour chaque entrepreneur. Il en va en effet de votre pourcentage de participation dans l'entreprise, ce que l'on pourrait appeler votre « part du gâteau ». Mais avant d'apprendre comment vous valoriser, il y a quelques notions importantes à comprendre.

Pré- ou post-money ?

Il existe deux types de valorisation :

- la valorisation « pré-money », qui correspond à la valeur de votre entreprise avant la levée de fonds ;
- la valorisation « post-money », qui correspond à la valeur de votre entreprise après la levée de fonds.

Comme il est toujours difficile de savoir exactement quel sera le montant levé, toutes les discussions portent sur la valorisation pré-money.

Prenons un exemple pour comprendre comment cela se passe.

Trois cofondateurs ont lancé leur entreprise en y investissant 10 000 euros, soit 1 000 actions de valeur nominale² de 10 euros chacune. La répartition du capital à la création et avant toute levée est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital
Jean	400	40 %
Marie	400	40 %
Étienne	200	20 %
Total	1 000	100 %

*Cet état récapitulatif est ce que l'on appelle la **table de capitalisation** (ou « **cap table** »).*

Cet exemple sera repris plusieurs fois par la suite, et nous suivrons ainsi les différentes aventures que pourraient vivre nos trois fondateurs.

Imaginons qu'ils cherchent à lever 600 000 euros, et trouvent un investisseur prêt à les suivre. La valorisation pré-money est validée entre eux à 1 500 000 euros. Chacune de leurs 1 000 actions vaut donc théoriquement 1 500 euros.

La levée de fonds va se traduire par l'émission de nouvelles actions à hauteur de 600 000 euros, sur cette base. Cela signifie une émission de $600\,000/1\,500 = 400$ nouvelles actions qui seront destinées à l'investisseur. La nouvelle table de capitalisation sera modifiée comme suit :

² - Il s'agit du prix d'une action tel qu'il est fixé à son émission.

Actionnaires	Nombre d'actions initiales	Répartition initiale du capital	Nouvelles actions attribuées	Nombre total d'actions	Nouvelle répartition du capital
Jean	400	40 %		400	28,6 %
Marie	400	40 %		400	28,6 %
Étienne	200	20 %		200	14,2 %
<i>Investisseur</i>			<i>400</i>	<i>400</i>	<i>28,6 %</i>
Total	1 000	100 %	400	1 400	100 %

La levée de fonds a donné lieu à la création de 400 nouvelles actions. Si les fondateurs n'ont pas participé à la levée de fonds, ils ne bénéficient pas de nouvelles actions, et leurs parts sont donc diluées. Par exemple, la participation de Marie au capital passera de 40 % à 28,6 %, pour une valorisation post-money de 2 100 000 euros.

Imaginons maintenant que la société soit valorisée en pré-money à 2 400 000 euros. Si vous faites le calcul, vous trouverez qu'il faudra cette fois émettre 250 actions pour lever 600 000 euros. La table de capitalisation se présentera donc encore différemment :

Actionnaires	Nombre d'actions initiales	Répartition initiale du capital	Nouvelles actions attribuées	Nombre total d'actions	Nouvelle répartition du capital
Jean	400	40 %		400	32 %
Marie	400	40 %		400	32 %
Étienne	200	20 %		200	16 %
<i>Investisseur</i>			250	250	20 %
Total	1 000	100 %	250	1 250	100 %

Marie aura 32 % de la société valorisée à 3 000 000 euros post-money.

Vous comprenez bien que le nombre d'actions créées dépend directement de la valorisation de l'entreprise et que mieux vous valorisez votre entreprise, plus vous conforterez votre position au capital.

Maintenant que les aspects purement techniques sont maîtrisés, voyons comment valoriser votre entreprise.

Vous risquez d'être déçu en lisant ce qui va suivre : votre valorisation risque de ne pas se baser sur des facteurs ou des méthodes bien précis ; pire, elle pourrait même ne se baser que sur une technique de marchandage...

Il existe de nombreuses méthodes de valorisation et énormément d'éléments à valoriser dans une entreprise. Mais ceci est en particulier vrai lorsque l'entreprise est « assise » dans un secteur connu.

Voici une présentation des principaux types de valorisation.

Le « discounted cash flow » (DCF)

Un terme bien barbare, allié à quelques formules mathématiques d'actualisation qui peuvent se révéler complexes pour les néophytes. Mais qu'à cela ne tienne ! Vous avez vu pire. D'autant que le principe est simple. Votre business plan présente des projections à trois ou cinq ans, idéalement cinq. Ces projections, quelles qu'en soient la qualité et la précision, vont présenter d'une part un résultat comptable annuel et d'autre part les flux de trésorerie (« cash flow statement »). Pour faire simple, le tableau de variation nous donnera l'évolution de la trésorerie sur le compte bancaire de l'entreprise.

La méthode du DCF va utiliser ces informations de flux actualisées afin d'identifier la trésorerie que votre activité générera sur les prochaines années. C'est là que ça se complique. La trésorerie que vous prévoyez de dégager dans cinq ans va se voir appliquer un coefficient d'actualisation qui tiendra compte des taux d'intérêt prévus et du risque identifié pour votre secteur d'activité, le(s) pays où votre société exerce son activité, ou encore son âge. Les projections ainsi finalisées donneront une valeur d'entreprise qui dépendra ainsi principalement d'un coefficient de risque et de la qualité de vos projections.

Je vais tenter d'expliquer la méthode en l'appliquant à un exemple.

Une société qui cherche à se valoriser a établi son business plan et présente la profitabilité suivante.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Bilan						
Immobilisations	200	215	245	285	355	390
+ Besoin en fonds de roulement	500	525	551	579	596	614
= Actif économique	700	740	796	864	951	1 004
Compte de résultat						
Chiffre d'affaires	700	1 200	2 700	4 000	5 962	8 000
Excédent brut d'exploitation	(250)	(80)	450	690	1 200	2 200
– Dotations aux amortissements	(80)	(85)	(90)	(110)	(110)	(150)
= Résultat d'exploitation	(330)	(165)	360	580	1 090	2 050

Business plan simplifié sur 5 ans en K euros

La société prévoit ainsi de faire des pertes sur les exercices 2017 et 2018, pour devenir ensuite rentable. Elle devrait dégager un chiffre d'affaires de 8 millions d'euros en 2022, avec plus de 2 millions de résultat d'exploitation, soit avant impôt. Une analyse plus poussée permet de détailler les flux de trésorerie (FT) que la société générera chaque année, selon les prévisions qui ont été établies.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Résultat d'exploitation		(165)	360	580	1 090	2 050
– Impôts sur les sociétés (33 %)		0	0	(147)	(360)	(677)
+ Dotations aux amortissements		85	90	110	110	150
– Variation du BFR		(25)	(26)	(28)	(17)	(18)
– Investissements nets		(100)	(120)	(150)	(180)	(185)
Flux de trésorerie (FT)		(205)	304	365	643	1 321

Flux de trésorerie sur 5 ans en K euros

Nous constatons là encore qu'en 2018 les flux de trésorerie seront négatifs, comme le résultat d'exploitation. En revanche, au fil des années, les flux vont devenir de plus en plus significatifs. Pour les années 2018 et 2019, les pertes des années

précédentes compenseront le résultat avant impôt, ce qui annulera la moindre charge estimative de l'impôt.

La méthode du DCF va permettre de réajuster ces flux de trésorerie en fonction du taux d'actualisation du capital, le WACC³, et d'un autre élément qui peut avoir une grande importance : le taux de croissance moyen de l'entreprise à terme.

En effet, si votre entreprise est promise à de fortes croissances, même si tout cela reste hypothétique, il serait surprenant d'imaginer qu'elle ne présente plus aucun signe de croissance à partir de 2022.

Nous prendrons pour notre exemple :

- un WACC à 10 % ;
- un taux de croissance post-2022 de 5 %.

Les flux ainsi actualisés vont alors être recalculés en fonction des formules détaillées ci-après.

Nombre d'années (N)			1	2	3	4	5
	Formules :	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Facteurs d'actualisation (FA)	= 1/(1+WACC)^N		0,91	0,83	0,75	0,68	0,62
Valeur présente des flux	= FT*FA		(186)	251	274	439	820
Valeur terminale							12 731
Valeur présente totale		14 330					

Calcul de la valeur présente des flux de trésorerie

Ainsi, chaque flux de trésorerie se recalcule pour donner un nouveau flux de trésorerie actualisé, en fonction de ce taux de risque. Par ailleurs, une valeur terminale est définie. Il s'agit d'une estimation du cash que l'entreprise pourrait engendrer à terme.

3 - WACC : « weighted average cost of capital ».

La valeur terminale tient alors compte d'un flux de trésorerie normatif calculé, de la croissance post-2022, mais aussi de la dernière année de projection.

Ici nous aurons la formule suivante :

Valeur terminale =

$$FT \text{ normatif} / (WACC - TC) / (1 + TC)^5$$

La valeur présente nette totale représentera le cumul des flux de trésorerie actualisés et de la valeur terminale. Il s'agira ici d'une valeur d'entreprise maximale.

Loin de moi l'envie de vous compliquer la vie avec des mathématiques financières... L'important est surtout que vous puissiez comprendre le principe du DCF, et ses risques.

Par exemple, pour les mêmes projections, l'application d'un WACC à 20 % fera baisser la valeur présente nette de 14,3 millions d'euros à 3,8 millions d'euros.

Nombre d'années (N)			1	2	3	4	5
	Formules :	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Facteurs d'actualisation (FA)	= $1 / (1 + WACC)^N$		0,83	0,69	0,58	0,48	0,40
Valeur présente des flux	= $FT * FA$		(171)	211	211	310	531
Valeur terminale							2 747
Valeur présente totale		3 839					

Calcul de la valeur présente des flux de trésorerie

Une société jeune cherchant encore son modèle, pouvant pivoter rapidement si nécessaire, aura du mal à produire des projections suffisamment fiables pour qu'une méthode de DCF s'applique. Il est tout de même possible de faire l'exercice en appliquant un WACC suffisamment élevé, bien entendu.

Les méthodes des multiples

Vous entendez probablement souvent parler de ces méthodes des multiples. Il existe en effet des pratiques de marché qui permettent d'estimer rapidement la valeur d'une société. L'idée est d'appliquer un coefficient multiplicateur à un indicateur comptable. Un des indicateurs les plus fréquents est ce que l'on appelle en comptabilité le « résultat d'exploitation », que vous retrouvez sur le compte de résultat présenté dans les pages précédentes. On valorisera ainsi une entreprise à six à huit fois son résultat d'exploitation.

De la même manière, pour certains secteurs d'activité il sera possible de valoriser les entreprises en fonction de leur chiffre d'affaires. Lorsque l'on appliquera un coefficient de 1,5 dans certains secteurs d'activité, les structures en mode SaaS bénéficieront d'un coefficient de valorisation supérieur à 10.

Ces méthodes classiques fonctionnent bien car elles sont simples et appliquées souvent à tout un secteur d'activité.

En revanche, elles ne fonctionnent pas toujours bien pour des start-up qui font très peu de chiffre d'affaires ou qui présentent des pertes pour les trois premières années de projection.

La comparaison avec le marché

Vos concurrents ont-ils levé des fonds récemment ? Si oui, savez-vous sur quelle base de valorisation ? Qu'en est-il des cessions de sociétés réalisées dans votre secteur ces derniers mois ?

C'est à vous de trouver les réponses à ces questions. La veille concurrentielle n'est pas simplement utilisée pour identifier la nouvelle offre qui risque de vous faire chavirer, ou le business model auquel vous n'aviez pas

pensé. Elle vous sera aussi très utile pour pouvoir établir un « mapping » des transactions de votre secteur. Même si ces transactions ont lieu dans d'autres pays, et pour des structures de taille différente, elles sont réelles. Cela veut bien dire qu'un investisseur et un entrepreneur se sont mis d'accord sur un prix. Pourquoi pas vous ?

Les actifs comptables de votre société

Les actifs comptables qui nous intéressent sont dans votre bilan, le plus souvent au niveau des immobilisations. Encore un sujet très délicat. On voit malheureusement trop d'entrepreneurs expliquer que leur société vaut plusieurs millions, car elle est le fruit de plusieurs années homme/développement. Ce temps ayant été passé le plus souvent par les cofondateurs qui ont fait le choix de ne pas se rémunérer, et qui donc ne peuvent réellement faire la preuve de ces dépenses. Quand bien même ils en auraient la preuve, cela changerait-il quoi que ce soit à la valeur de l'entreprise ?

Ce qui importe à l'investisseur, c'est d'abord le produit développé et les barrières technologiques que vous avez franchies en devançant ainsi une concurrence ardue. Cette valeur se matérialisera par une preuve de concept validée par des clients qui ont acheté et par une traction commerciale forte.

Cerise sur le gâteau, si vous êtes « jeune entreprise innovante », votre capacité en termes de recherche et développement sera reconnue et valorisera vos travaux internes.

D'autres actifs pourront éventuellement être valorisés, si vous avez du stock, ou bien si vous détenez des marques que l'on pourra valoriser, mais l'actif le mieux valorisé

par un investisseur sera le brevet. Les brevets sont de réelles preuves d'avances technologiques, et sont des sources de revenus potentielles. Ils sont toujours très appréciés des investisseurs.

Des cabinets sont spécialisés dans la valorisation des actifs immatériels des entreprises. Il n'est pas rare de voir des entrepreneurs faire appel à eux afin d'obtenir une idée de la valeur des travaux qui ont été effectués au sein de leur société, qu'ils aient été partiellement comptabilisés ou non. Si cette valeur n'est qu'indicative, elle aura au moins le mérite de poser un prix établi par une source extérieure.

La méthode que vous appliquerez finalement...

Ces méthodes ont le mérite d'exister, même si elles sont difficilement applicables à des structures jeunes, aux projections parfois difficilement justifiables. Vous pouvez cependant faire l'exercice et utiliser ces méthodes en support à votre analyse.

Car voici ce qui risque de se passer. Vous savez pertinemment qu'un investisseur ne cherche pas à prendre la majorité de votre entreprise. Par ailleurs, vous savez aussi que vous aurez probablement à effectuer plusieurs autres levées qui, malgré des valorisations favorables, dilueront à nouveau votre part dans le capital de l'entreprise. Votre objectif va être de contrôler cette dilution, ce qui deviendra vite un exercice très difficile. Vous allez donc calculer le montant que vous cherchez à lever et estimer que vous êtes prêt à lâcher entre 20 et 30 % de votre capital. Ce qui déterminera votre valorisation post-money et vous en déduirez la valorisation pré-money. C'est typiquement ce que l'on voit couramment, même si la méthode peut sembler peu orthodoxe.

Voici un exemple concret.

Vous avez créé votre société il y a 18 mois avec un capital initial de 10 000 euros. Vous cherchez à lever 700 000 euros. Vous ne souhaitez pas concéder plus de 25 % du capital de l'entreprise, ce qui signifie que pour vous, les investisseurs devraient avoir au maximum 25 % du capital après avoir investi les 700 000 euros.

La valorisation post-money de la société sera ainsi de $700\,000 / 25\% = 2\,800\,000$ euros.

Soit une valorisation pré-money de : $2\,800\,000 - 700\,000 = 2\,100\,000$ euros.

Et maintenant, à vous de jouer et de tenir votre valorisation de 2 100 000 auprès des investisseurs potentiels. Faites jouer vos projections, votre DCF, quelques multiples, comparez ! Bref, préparez-vous à bien argumenter votre valorisation, même si, nous le savons tous, cette dernière n'est pas toujours aussi facilement tenable, et sera très challengée par les investisseurs.

Une fois votre valorisation arrêtée, tâchez de ne pas trop la modifier, et faites en sorte de la tenir !

Encore deux petites histoires...

Je me suis trouvé un jour confronté à une situation cocasse. Après avoir échangé avec un entrepreneur sur son besoin en financement, j'en suis venu à avoir un échange avec lui sur sa valorisation. Initialement l'entrepreneur m'avait expliqué qu'il cherchait à lever 300 000 euros pour une valorisation pré-money de 900 000 euros. Lorsque je lui ai conseillé de lever 600 000 euros à la place, j'ai été consterné de l'entendre m'expliquer que, dans ce cas, sa valorisation allait désormais passer à 1,5 million d'euros pré-money... Sa société venait de gagner 67 % en 15 minutes ! Avis aux amateurs. Blague à part, cette survalorisation en direct devant un investisseur

potentiel est une erreur majeure à proscrire. De mon côté, ce fut la fin de la conversation sur ce dossier.

De la même manière, j'ai été aussi particulièrement surpris de voir un club de business angels tenir des propos inverses il y a peu. Une société cherchait 700 000 euros pour une valorisation pré-money avoisinant les 2 millions d'euros. Le club en question recherchait des investissements à faire et regardait de près ce dossier. Il ne pouvait bien entendu pas porter le dossier seul pour un tel investissement. Après trois mois d'échanges, la conclusion fut que la société n'avait pas besoin de 700 000 euros, mais qu'elle pouvait très bien avancer sur une base de 150 000 à 200 000 euros. Elle proposait par ailleurs que ce montant (de l'ordre de 100 000 euros) soit en partie apporté en capital par le club et que le reste de la somme recherchée soit financé par emprunt bancaire par exemple. « Pourquoi pas ? », me direz-vous. C'est une approche comme une autre. Certes. Cependant l'histoire ne s'arrête pas là. Voici une partie du mail que nous avons reçu :

« Un premier tour de table rapide avec peu d'intervenants investisseurs serait moins bloquant pour l'évolution de votre entreprise qui doit garder son avance sur d'éventuels autres projets similaires et ne doit pas passer à côté du recrutement du bon technico-commercial de la coopérative voisine qui voudrait vous rejoindre. Votre business model nécessite une levée de fonds moins importante et donc une valeur d'entreprise pré-money moins élevée. Nous vous demandons d'y réfléchir pour notre prochaine réunion, car cela motiverait davantage nos investisseurs. »

Donc, le fait de demander moins de cash aurait un impact sur la valeur de votre entreprise ! À méditer... Là encore, la décision a été de remercier le club pour l'intérêt porté au dossier et de passer notre chemin.

En conclusion, gardez en tête qu'une bonne valorisation sera celle qui satisfera tous les acteurs du deal. Vous

verrez un peu plus loin dans cet ouvrage qu'une survalorisation, sur un premier tour par exemple, peut avoir des impacts néfastes sur les tours de levée suivants. Les investisseurs sont là normalement pour plusieurs années. Leur objectif n'est que très rarement d'être les actionnaires majoritaires des sociétés dans lesquelles ils investissent. Les seuls cas où l'on peut rencontrer cette situation sont les fonds d'entreprises ou les fonds de familles (family offices).

La valorisation reste un élément de discussion parmi d'autres, tout aussi importants, et qui peuvent avoir des impacts à terme plus cruciaux encore qu'une dilution de quelques pourcents. Des mécanismes vous permettront, en cas de désaccord sur la valorisation, de trouver des techniques de relution/dilution. Nous reverrons l'ensemble de ces opportunités lors de l'étude des aspects juridiques.

La valorisation vue par un fonds d'investissement

Il n'est jamais inutile de se mettre dans la position de votre investisseur. Ce dernier a sa vision de votre valorisation, et cette vision part d'hypothèses que vous n'avez pas forcément en tête. Tout d'abord, il n'hésitera pas à revoir votre business plan et à faire lui-même des projections qui pourront tenir compte d'informations que vous n'avez pas. Laissez-le faire.

Un exemple pour saisir le raisonnement de l'investisseur.

Imaginons que votre société cherche à lever 3 millions d'euros. Elle commence à réaliser du chiffre d'affaires et les prochaines étapes nécessitent de nouveaux investissements tant sur vos produits que pour faciliter votre développement commercial.

Vous projetez dans votre business plan un chiffre d'affaires de 50 millions d'euros au bout de cinq ans, et un EBITDA⁴ de 12 millions.

Votre investisseur est le fonds VC1001. Ce dernier est prêt à investir chez vous, et a analysé le marché. Les coefficients de valorisation les plus souvent constatés dans votre secteur sont de 2 pour le chiffre d'affaires et de 10 pour l'EBITDA. Le fonds VC1001 table sur un coefficient de retour sur investissement de 5. Investissant ainsi 3 millions d'euros, il escomptera en récupérer 15 à cinq ans. Il estime que votre société a une bonne probabilité de trouver un acquéreur au bout de ces cinq ans.

Si nous nous basons sur les projections à cinq ans, la valeur d'entreprise estimée variera entre 100 millions d'euros (2 x 50 millions de chiffre d'affaires) et 120 millions d'euros (10 x 12 millions d'euros d'EBITDA).

Par prudence, le fonds VC1001 va prendre en compte la valorisation à 100 millions d'euros. Sachant qu'il souhaite récupérer 15 millions, il lui faudra ainsi détenir 15 % du capital.

La logique de négociation du fonds VC1001 va être de demander 15 % du capital pour un investissement de 3 millions d'euros. Ainsi :

- la valeur de l'entreprise post-money sera de $3 \text{ M€} / 15 \% = 20 \text{ M€}$;*
- la valeur de l'entreprise pré-money sera alors de $20 \text{ M€} - 3 \text{ M€}$, soit 17 M€.*

Comment éviter toute discussion initiale sur la valeur

Compte tenu des difficultés que vous pourrez rencontrer pour la valorisation, et des discussions qui peuvent prendre du temps, il est possible de proposer aux

4 - EBITDA : earnings before interest tax and amortization (excédent brut d'exploitation).

investisseurs d'investir chez vous mais dans un cadre qui permettra que les sujets de valorisation soient vus ultérieurement, ce qui n'empêchera cependant pas que cette discussion ait lieu.

C'est ainsi que l'AIR (accord d'investissement rapide) et les OCA (obligations convertibles en actions) ou encore un investissement « par tranche » vont pouvoir répondre à cette problématique. Il est important de savoir que ces outils existent et qu'ils peuvent parfois vous aider à régler des situations difficiles. Il ne faut cependant pas négliger leur impact sur l'entreprise mais aussi sur la dilution potentielle de ses actionnaires historiques. Voici comment ces outils fonctionnent.

Obligations convertibles en actions (OCA)

Une obligation convertible en actions est en fait une dette que l'entreprise va contracter directement auprès des investisseurs. En contrepartie, l'investisseur constatera donc une créance sur l'entreprise cible, qu'il pourra à terme convertir en actions. Cette conversion en actions sera initiée en fonction de critères ou bien d'événements particuliers, comme par exemple une nouvelle levée de fonds. Le plus souvent, les obligations convertibles donneront droit à une conversion lors de cette nouvelle levée, avec un principe de décote.

Par exemple, prenons une société qui cherche 500 000 euros. Elle émet des obligations convertibles pour 500 000 euros auprès d'un investisseur avec 20 % de décote en cas de conversion. La société encaisse cette somme et obtient ainsi son financement. En contrepartie, elle constatera des intérêts à payer comme pour tout emprunt habituel. Un an plus tard, une levée

est initiée pour une valorisation pré-money de 2 millions d'euros. L'investisseur aura alors le droit de convertir ces 500 000 euros prêtés en nouvelles actions dans le cadre de la levée, avec une décote de 20 %. Il payera ainsi les actions 20 % moins cher que les nouveaux investisseurs du tour de table. Dans le cas où il ne convertirait pas à terme ses obligations en actions, il percevrait en plus des montants remboursés une « prime de non-conversion », basée sur un taux d'intérêt négocié.

Comme nous le voyons ici, la valorisation ne sera pas discutée avant une prochaine levée qui fera probablement appel à de nouveaux investisseurs.

Attention, l'émission d'OCA présente tout de même quelques inconvénients. Il s'agit d'une dette de l'entreprise. Même si cette dette est considérée comme des quasi fonds propres, elle n'en reste pas moins un endettement et à ce titre devra être remboursée si les choses ne se passent pas comme prévu. En cas de liquidation de l'entreprise, ces dettes seront prioritaires, avant les actionnaires. Ce qui peut être dangereux pour une entreprise.

De même, l'investisseur est souvent celui qui a le droit de décider de la conversion ou non de ses obligations en actions. Il va alors agir en fonction de ses intérêts, et pas toujours dans la configuration optimale anticipée par l'entrepreneur.

Mais par ailleurs, les OCA ne donnent pas à un investisseur le statut d'actionnaire. Ce dernier n'a aucun pouvoir de décision au sein de l'entreprise à ce stade. Il a prêté de l'argent à l'entreprise et n'aura pas la possibilité de contrôler ce qui peut s'y passer. Situation donc inconfortable pour un investisseur, mais parfois acceptée.

Le plus souvent on croise ce type de financement dans le cadre de ce qui est appelé un « bridge » effectué par les actionnaires en place. En gros, l'idée est de permettre un nouveau financement de l'entreprise, dans des délais courts, sans négociation de valeur de l'entreprise, mais avec un accord sur une décote dont bénéficieront les actionnaires en place au moment de cette nouvelle levée. Les actionnaires étant en place, ils ont la possibilité de contrôler la situation.

Accord d'investissement rapide (AIR)

À l'instar des SAFE⁵ américains initiés par des structures d'accélération comme Y Combinator, un nouveau modèle d'investissement est apparu en France : les accords d'investissement rapides, ou AIR. Cette terminologie, somme toute très bien marketée, désigne un système qui, comme pour une émission d'OCA, va différer l'entrée de l'investisseur, tout en permettant à l'entreprise de jouir des fonds immédiatement. Dans ce cadre aussi, il est possible d'éviter toute longue discussion initiale autour d'une valorisation parfois difficile à établir.

Le principe est d'émettre un « bon de souscription d'actions (BSA) AIR » qui va permettre à l'investisseur d'acheter à la valeur nominale un certain nombre de nouvelles actions, émises le plus souvent dans le cas d'une levée de fonds future, par exemple.

Ce nombre d'actions est variable et sera déterminé en fonction d'une négociation autour de la valeur maximale acceptée par l'investisseur et d'une décote liée à la rémunération du risque pris dans cet investissement initial.

5 - SAFE : simple agreement for future equity.

Cette fois, il ne s'agit pas de créance, ni d'intérêts à payer, mais tout simplement d'un investissement qui se traduira à terme par des actions. L'entrepreneur se trouve donc dans une situation nettement plus favorable, en particulier si les choses ne se passent pas comme espéré ; en revanche, en cas de levée de fonds trop basse, l'investisseur aura la possibilité de bénéficier de conditions particulièrement avantageuses et l'entrepreneur peut voir sa part dans le capital se diluer de manière défavorable.

Pour l'investisseur, c'est un pari qui peut donc s'avérer gagnant, mais où, comme pour les OCA, il n'a aucun moyen de contrôle. Il n'est pas actionnaire et n'a pas de pouvoir de décision. Une situation d'investissement par le biais d'AIR devra donc pour lui se traduire de manière très rapide en augmentation de capital s'il veut avoir un minimum de contrôle sur la stratégie de l'entreprise et l'utilisation de ses fonds.

L'investissement par tranche

Ce modèle, qui pourrait aussi éviter des discussions compliquées au départ, est cependant différent des deux autres modèles vus précédemment. L'idée est de permettre à l'investisseur de financer l'entreprise par le biais de plusieurs versements effectués dans le temps.

Imaginons que vous ne soyez pas d'accord avec vos investisseurs sur la valeur de votre entreprise et que le différend soit lié à des éléments qui devraient avoir lieu dans les 12 prochains mois, comme par exemple une signature de contrat avec un grand groupe, ou le lancement d'une nouvelle offre. Vous pourriez proposer à votre investisseur d'investir une partie du montant demandé sur une base de valorisation de X, et de réinvestir le

complément par étapes en fonction d'atteintes d'objectifs, selon une nouvelle valorisation qui pourrait être proposée.

Bien entendu pour vous, l'intérêt à court terme est que l'investisseur entre à votre capital et commence à vous financer. Cependant, que se passera-t-il en cas de différends entre vous et si les objectifs fixés ne sont pas atteints ?

Je ne suis pas favorable à ce modèle, trop risqué à mon goût. J'ai encore le souvenir amer d'une start-up que j'accompagnais et qui avait négocié ce modèle d'investissement. Après la signature de la levée de fonds, l'actualité du secteur a poussé l'entrepreneur à prendre un nouveau virage et à radicalement modifier le business model de l'entreprise. Ce nouveau modèle ne pouvait plus générer à court terme le niveau de chiffre d'affaires attendu par les investisseurs pour libérer la seconde tranche d'investissement. Ces derniers, pas très heureux du virage pris par l'entreprise, n'ont pas fait d'effort particulier et ont même poussé l'entrepreneur à rechercher de nouveaux fonds plus vite que ce qui était prévu initialement. La société, dont le chiffre d'affaires tardait par ailleurs à venir, s'est ainsi retrouvée dans une situation de trésorerie extrêmement difficile, la poussant à se séparer d'une partie de son équipe et à réduire l'ensemble de ses dépenses. Aujourd'hui, cette entreprise n'existe plus. C'est ce que l'on appelle une opération perdant-perdant !

Cibler ses investisseurs

Nous avons vu dans le premier chapitre quels sont les acteurs du secteur du financement d'entreprise : plateformes de crowdfunding, business angels, VC.

- Vous avez identifié votre besoin financier.
- Vous connaissez votre valorisation et vous êtes prêt à la justifier.
- Vous avez finalisé tous les documents de présentation nécessaires.

Qui allez-vous contacter ? Vous trouverez en annexe 2 de cet ouvrage les URL qui vous permettront d'avoir une version toujours à jour des listes de ces acteurs.

Comprenez bien que la recherche d'investisseurs se rapproche d'une démarche commerciale. Soit vous êtes dans une démarche d'approche directe, soit vous passez par des intermédiaires.

Que l'intermédiaire soit une plateforme de crowdfunding ou un cabinet de conseil en levée de fonds, il vous facilitera souvent la vie, en échange d'une commission parfois déraisonnable. Mais même si vous travaillez avec ce type d'intermédiaire, ne vous faites aucune illusion, certains d'entre eux ne feront que faciliter les prises de contact et les négociations. Après, ce sera surtout à vous de jouer.

Rappelez-vous. Ce n'est pas parce qu'un cabinet est d'accord pour travailler avec vous que vous devez crier victoire ! C'est une bonne étape, en effet, car un cabinet évite de travailler sans espoir de gain, mais ce n'est pas non plus pour autant que la levée est bouclée. N'oubliez pas que ce n'est pas lui qui va investir chez vous.

De même, une plateforme de crowdfunding reste une plateforme. Elle va mettre en avant votre projet, comme elle le fait pour tous ses dossiers. Charge à vous de communiquer autour de cette plateforme et de votre entreprise, et de faire en sorte que vous soyez le plus visible possible.

De plus en plus de structures vont utiliser une plateforme pour se financer ; avant le lancement, elles auront déjà négocié l'arrivée de quelques investisseurs ou la pré-vente d'une partie du stock de produits proposés. L'intérêt d'une telle démarche est de présenter une « jauge d'investissement » qui soit très rapidement la moins proche possible de 0. Récemment j'ai même vu une entrepreneuse qui avait pré-vendu sa gamme de produits avant toute mise en ligne sur la plateforme... Son objectif était de montrer qu'elle allait faire exploser les plafonds, pour susciter ainsi le buzz. Elle a en effet dépassé son objectif de 50 %, et en intégrant ses ventes initiales elle a donc pu afficher une jauge à 150 %. Mais le jeu en valait-il la chandelle ?

Si vous restez convaincu que vous pouvez vous débrouiller seul, voici quelques conseils.

La mise en place d'un outil de CRM⁶ le plus simple possible peut s'avérer très utile. Cela vous permettra de suivre l'ensemble de vos activités de prospection : qui ai-je contacté ? Quand ? Pour quoi faire ? Liste des rendez-vous, documents demandés et envoyés, prochaines étapes. Un tableur peut aussi bien fonctionner, bien entendu. Mais quel que soit l'outil, ne faites pas l'impasse là-dessus !

Vous trouverez en annexe 2 des informations vous permettant de retrouver les principaux acteurs. Cette liste évolue sans cesse. Certaines infographies que l'on peut voir circuler sur les investisseurs par secteur d'activité ou bien encore les services d'information spécialisés comme un CFNEWS par exemple, ou plus généralistes comme Maddynews ou FrenchWeb en France sont de bonnes

6 - CRM : customer relationship management (outil de suivi de ses clients et d'aide à la prospection).

sources. Dites-vous bien aussi que tous les fonds ne sont pas actifs en même temps et que nombreux sont ceux qui passent sous les radars des médias.

Il va falloir vous intéresser de très près à l'activité des fonds que vous souhaitez approcher. Premier point à regarder : dans quelles entreprises ces fonds ont-ils investi ? Y a-t-il un de vos concurrents dans cette liste ? Si oui, passez votre chemin.

Si tel n'est pas le cas, renseignez-vous sur l'ancienneté des différents fonds gérés. En fonction de cette ancienneté, vous aurez une idée de leur appétit.

Le fonds semble être prêt à s'intéresser à vous ?

C'est le moment de faire jouer vos relations. Il n'y a que cela qui fonctionne. Identifiez sur les sites de ces fonds ou sur des réseaux professionnels comme LinkedIn les personnes que vous pouvez contacter. Ne vous bornez pas à envoyer votre dossier à l'adresse contact@monfondspréféré.com mais faites jouer votre réseau ! Et visez la bonne personne dans l'équipe d'investissement. Certains sont spécialisés, d'autres sont généralistes. Il vaut mieux s'adresser à ceux qui connaissent votre secteur.

Un dernier conseil : commencez avec un ou deux investisseurs sans avoir d'enjeux particuliers. Cela vous permettra de roder votre discours et d'entendre leurs commentaires et questions.

Chaque fois que vous discuterez avec des investisseurs, essayez d'obtenir un retour, quel qu'il soit. S'il est négatif, il peut y avoir toutes sortes de raisons. Mais ce qui compte, c'est que vous soyez capable de repartir avec des recommandations d'amélioration de votre pitch et de nouveaux contacts d'investisseurs.

Et à l'international ?

Les sociétés qui cherchent à se développer à l'international et qui, pour accélérer ce développement, souhaitent faire entrer des capitaux étrangers auront plusieurs moyens pour approcher ce monde souvent trop méconnu.

Le plus simple est d'utiliser vos investisseurs français qui souvent auront la possibilité de faire jouer leurs réseaux et de vous présenter des investisseurs étrangers avec lesquels ils ont déjà été en contact.

Profitez aussi de vos séjours dans les pays ciblés, faites des salons, rencontrez le monde de l'investissement dès que possible. Construisez votre réseau pour l'avenir ! La France a en particulier mis en place bon nombre d'événements permettant de se faire connaître à l'étranger. On peut bien entendu parler de la présence des start-up françaises au CES de Las Vegas, mais aussi de toutes les initiatives prises par des structures comme Business France ou Bpifrance dans le monde entier afin de mettre en avant la French Tech et permettre aux entrepreneurs de se constituer rapidement un réseau local efficace.

Mais plus que jamais, le leveur de fonds ayant une expérience à l'international et un bon « track record » sur le sujet saura vous ouvrir les bonnes portes.

A, B, C, la loi des séries

Lors des discussions de préparation autour de votre levée de fonds, vous serez amené à discuter de série A, série B, etc.

Il ne s'agit pas de nouvelles séries que vous pourrez retrouver sur votre bouquet de chaînes préférées. Il s'agit simplement d'une terminologie issue du monde

anglo-saxon qui sert à identifier le stade de levée de fonds dans lequel vous vous placez.

Ainsi, une société lèvera initialement en amorçage, soit ce que l'on appelle le « SEED investment » (investissement en amorçage).

Puis, à chaque levée de fonds, sera lancée l'émission d'une série d'actions qui seront classées par ordre alphabétique : A, B, C, etc. Plus nous montons dans l'alphabet, plus la société a effectué d'émissions de nouvelles actions dans le cadre de levées de fonds et plus elle est à un stade avancé et sur des montants de levée élevés.

Les attentes des investisseurs

Savoir cibler les investisseurs, consiste aussi à bien comprendre ce que ces derniers vont attendre de vous. Le tableau de synthèse ci-après présente leurs principales attentes.

Tableau IV – Les attentes des investisseurs

Les investisseurs	Leurs attentes
3 C de la love money	– des entrepreneurs à qui faire confiance ; – une explication simple de l'offre ; – une assistance dans le processus d'investissement ; – un besoin en financement raisonnable.
Business angels	– des entrepreneurs à qui faire confiance ; – une équipe en place de qualité et fiable ; – le profil des autres investisseurs autour de la table ; – un business plan crédible avec des profits dans les trois ans ; – des premiers résultats et idéalement du chiffre d'affaires ; – des perspectives de retour sur investissement ; – une fiscalité intéressante.
VC	– des dirigeants fondateurs capables d'emmener leur entreprise au succès ; – une équipe fiable avec un bon track record ; – une offre disruptive ; – des barrières technologiques fortes ; – un business plan crédible avec très forts potentiels sur 18 à 36 mois ; – un fort potentiel de croissance sur un large marché ; – une expansion à l'international évidente ; – la capacité de rentabiliser son investissement sur 12 mois.
Family office	– un business plan crédible ; – une équipe fiable avec un bon track record ; – des dirigeants fondateurs capables de mener leur entreprise au succès ; – un fort potentiel de croissance sur un large marché ; – de très forts potentiels à moyen terme ; – la possibilité de prendre des participations plus fortes à terme au sein de la cible.
Corporate VC	– une offre en adéquation avec la stratégie du groupe ; – une équipe fiable avec un bon track record ; – des dirigeants fondateurs capables de mener leur entreprise au succès et de travailler avec un grand groupe ; – un business plan crédible ; – un fort potentiel de croissance tant pour l'entreprise que pour le groupe à moyen terme ; – la possibilité d'une intégration ou d'un rachat total.

1, 2, 3... Prêt ? Pitchenz !

Lors d'un premier rendez-vous galant, on se fixe souvent un objectif, qui sera la plupart du temps... d'obtenir un deuxième rendez-vous qui donnera l'occasion aux intéressés de mieux se connaître. Il vous faudra donc faire une excellente première impression : souvent, à ce stade, la forme risque de primer sur le fond. Nous sommes à la phase du pitch. Un pitch qui aura tout intérêt à être maîtrisé et travaillé en amont.

Méfiez-vous des premiers rendez-vous qui se passent trop bien et où l'investisseur vous promet monts et merveilles. Il ne vous connaît pas suffisamment à ce stade ; qu'a-t-il derrière la tête ?

Il vous faudra aussi rester zen. Vous allez probablement rencontrer des refus, quelques portes se claqueront sous votre nez. Votre ego en prendra peut-être un coup... C'est la règle du jeu et il faut l'accepter. Vous devrez analyser et comprendre chaque refus pour améliorer votre approche et votre présentation. Il vous sera utile de rencontrer beaucoup de monde.

Les belles rencontres sont rarement celles qui sont planifiées mais elles ne sont pas pour autant le fruit du hasard.

Elles vont aussi souvent provenir d'amis, d'amis d'amis, de recommandations d'autres fonds ou de réseaux de business angels. Profitez-en !

Ne soyez jamais arrogant, agressif, trop insistant. N'oubliez pas qu'il est toujours bon de faire rire son audience, pas en se ridiculisant bien entendu, mais pour créer dès le départ une relation détendue et confiante.

L'exercice du pitch est très certainement un des moments les plus cruels dans l'ensemble du processus de levée de fonds. J'ajouterais même qu'il peut être parfois injuste, favorisant des talents d'orateur au détriment des talents d'entrepreneur.

Si vous cherchez à lever des fonds, vous aurez probablement souvent l'occasion de présenter votre projet à l'oral. Car le pitch, c'est bien ça : présenter votre projet de manière courte, concise, et donner ainsi envie à vos interlocuteurs d'aller plus loin. En reprenant la métaphore de la séduction, disons que le pitch arrive souvent alors que l'executive summary a fait mouche. Des investisseurs ont envie de savoir qui se cache derrière ce document et votre objectif est non seulement de leur montrer que vous êtes le meilleur, mais surtout de leur donner envie de vous proposer un prochain rendez-vous où vous ferez plus ample connaissance.

À chaque moment son pitch

Vous avez probablement entendu parler de l'« elevator pitch » (« elevator » signifiant « ascenseur »). Ce terme vient de l'idée que vous devriez être capable de présenter votre projet à un investisseur que vous ne connaissez pas, alors que vous prenez ensemble un ascenseur. Un exercice périlleux, mais auquel vous allez devoir vous confronter.

Car ici nous parlons bien de présentation orale. Une présentation qui sera le plus souvent accompagnée du fameux « pitch deck ».

De nombreuses opportunités de pitches peuvent se présenter à vous. En voici quatre exemples.

1. **Vous rencontrez un investisseur lors d'un rendez-vous informel** et sautez sur l'occasion pour lui présenter votre projet. Il s'agit d'un dîner ou d'une réception. Il n'a jamais lu votre executive summary. Vous n'avez aucun document de présentation avec vous. Il n'a pas forcément envie de passer la soirée avec vous. Votre objectif est d'obtenir un rendez-vous plus tard ou au moins sa carte de visite, sachant surtout que vous n'aurez pas tant d'opportunités que cela de vous faire connaître. On est dans le cas typique de l'elevator pitch. Il vous faut trouver l'accroche d'une minute qui va faire mouche !
2. **Vous faites partie d'un incubateur ou d'un accélérateur** et vous avez accès à des sessions de présentation devant des investisseurs. Ces événements sont réguliers et donnent l'opportunité à un certain nombre de projets d'être présentés à un parterre d'investisseurs en tous genres. Vous y trouverez ainsi des business angels privés, des représentants de réseaux, mais aussi des collaborateurs de fonds d'investissement qui, très tôt, cherchent à identifier les pépites. Vous y croiserez aussi malheureusement souvent des leveurs de fonds en manque de dossier ou d'autres pourvoyeurs de services qu'il faudra tenter de fuir de manière élégante. Il y a souvent une quinzaine de projets présentés, voire plus. Les projets se suivent, ne se ressemblent pas et les règles sont les mêmes pour tout le monde : un jeu de slides, ou non, et 3 à 5 minutes pour vous présenter. Votre executive summary est inconnu des

investisseurs. Mais c'est le cas de tout le monde. Vos slides seront donc courts, efficaces, graphiques, et votre discours, maîtrisé et concis. À vous de vous différencier des autres porteurs de projets !

3. **Vous avez été présélectionné par un réseau de business angels** qui vous invite à présenter votre projet devant ses membres. Cela signifie que vous avez déjà franchi une étape. Votre executive summary ou votre dossier de candidature a été validé une première fois, et votre entreprise identifiée comme pouvant intéresser des investisseurs du réseau. En fonction des différents processus internes aux réseaux, il se peut qu'une instruction détaillée de votre projet ait déjà été menée. Les *a priori* sont donc favorables. Vous avez souvent aussi un peu plus de temps que dans le cas précédent : entre 10 et 15 minutes, incluant une phase de questions/réponses¹. Votre pitch deck a des chances de pouvoir être présenté dans sa totalité ou presque. Il sera simplement allégé en fonction du temps qui vous est alloué. Vous ne serez pas seul à faire face aux membres du club d'investisseurs. Et vous vous retrouverez là aussi en concurrence avec d'autres projets qui peuvent être excellents et des orateurs de haut niveau. À vous de vous différencier, tout en sachant que vos « concurrents » sont dans le même état d'esprit que vous.
4. **Un fonds d'investissement a apprécié votre executive summary** et a décidé de vous proposer un premier rendez-vous. Ne vous emballez pas trop. Les fonds ont toutes sortes de portes de sortie tout au long de la levée de fonds. Et en voici une justement ! C'est tout de même une chance formidable pour vous. Vous avez

1 - Aussi connu comme « Q&A » : questions and answers.

réussi à susciter l'intérêt d'un investisseur professionnel. Je vous rappelle que ces derniers retiennent au mieux une centaine de projets sur plus de 1 000 reçus à l'année. Le rendez-vous va être très différent des trois précédents. Il sera tout d'abord plus long (compter environ 45 minutes) et cette fois, vous ne serez pas confronté à d'autres orateurs. Cela ne rend pas pour autant plus simple l'exercice auquel vous allez vous livrer. Pire, cette proximité met souvent votre pitch en péril, votre interlocuteur vous interrompant quand bon lui semble au cours de votre présentation.

Comme vous le constatez, ces exemples sont autant de cas de pitch très différents auxquels vous allez devoir être préparé.

Se préparer

Se préparer à une présentation orale ne s'improvise pas, et être en état de stress n'a rien d'anormal. Dites-vous cependant que plus vous vous serez préparé à l'exercice, et plus vous aurez pratiqué ce type de présentation, meilleurs seront les automatismes, et votre gestion du stress. Je vous conseille de visionner des interviews réalisées auprès de grands acteurs de théâtre ou de spécialistes de one man show. Écoutez bien ce qu'ils expliquent lorsqu'ils évoquent le stress qu'ils ressentent avant de monter sur scène. Ils vivent tous une tension extrême qu'ils gèrent chacun à leur manière. Il n'y a donc pas de honte à avoir si vous ne vous sentez pas bien avant de vous lancer. Essayez de gérer.

Le stress peut expliquer mais n'excuse en aucun cas une mauvaise prestation. Même si votre vie n'est pas en jeu dans cet exercice, les résultats d'une bonne présentation peuvent être tels qu'il est normal que vous vous sentiez sous pression.

Voici donc quelques points importants à ne jamais oublier afin de préparer une bonne présentation.

Commençons par deux mauvaises nouvelles.

Rappelez-vous d'abord que les investisseurs ont un budget limité. Lorsqu'un investisseur a 50 000 euros à investir par an, ce n'est pas 70 000. Il en va de même pour les fonds d'investissement. **Vous êtes donc tous en compétition !** Cela signifie que quel que soit votre projet, il pourra vous arriver de passer après le roi de l'intelligence artificielle ou bien une énième plateforme de e-commerce. Vous passerez après un pitcher quasi-professionnel qui aura fait une prestation extraordinaire ou bien un autre qui aura totalement raté sa présentation. À vous de vous affirmer, en faisant abstraction de ce qui a été présenté avant vous. **Focalisez-vous sur votre projet !**

La deuxième mauvaise nouvelle est que vous n'aurez jamais deux chances de présenter votre projet à une même audience lors d'un même tour de table. Vous ne pouvez pas expliquer à vos interlocuteurs le lendemain d'un pitch peu convaincant, que vous avez compris vos erreurs et que vous ferez mieux la prochaine fois. Ce n'est plus leur problème.

Ne perdez jamais de vue que votre pitch n'est pas une présentation commerciale mais une présentation « business », qui s'adresse à de futurs associés dont l'objectif est de faire fructifier leurs investissements. Si le produit est bien évidemment clé, ce que vous allez en faire est encore plus important. J'ajouterais même : ce que vous allez en faire avec vos investisseurs ! Ils doivent se sentir très vite impliqués dans le projet et vous devez dès que possible dans votre préparation les intégrer comme partie prenante de l'entreprise.

Afin de vous aider à vous préparer, voici quelques recommandations.

Les 10 commandements du pitch

Ton entame et ta conclusion tu connaîtras

L'idée est simple. Quelle que soit la durée du pitch que vous allez commencer, commencez-le de la même manière. Cela vous permettra d'une part de ne pas bafouiller au début de votre présentation et d'autre part vous aurez un message efficace et travaillé. Il en est de même pour la conclusion. Imaginez simplement que vous soyez pressé par le temps. Là encore, vous pourrez conclure sereinement sur des propos que vous avez choisis et mesurés, au lieu de tenter une conclusion à la dernière minute qui risque d'être nettement moins efficace.

La passion tu transmettras

On attend de vous que vous nous embarquiez dans votre histoire. C'est essentiel. Nous devons ressentir le problème que vous présentez et surtout être convaincus que vous êtes LA personne à la tête de l'équipe qui va faire que ce projet va être un réel succès. Votre passion doit se ressentir dans chacune de vos phrases et dans votre comportement. Et n'oubliez pas que votre audience doit vous identifier comme cible d'investissement prioritaire devant les autres projets qui se présentent en même temps que vous. Ce qui n'empêche pas bien entendu de rester humble et d'éviter les comportements arrogants.

À l'audience tu souriras

N'oubliez pas que vous êtes dans un jeu de séduction. La première impression est très importante et vous

devez absolument vous démarquer des autres présentateurs. Il faut vous présenter de manière positive. Cela peut vous sembler naturel, mais on voit trop souvent des entrepreneurs renfermés sur eux-mêmes, ne sachant pas décrocher le moindre sourire pendant leur présentation.

Vers l'écran tu ne te retourneras pas

Les présentations sur écran sont bien entendu très importantes. Les slides sont ainsi présentés afin de vous soutenir dans votre présentation. Ce n'est pas l'inverse. Vous ne devez pas vous retourner vers l'écran et lire ce qui y est écrit, si ce n'est pour vous assurer que ce sont les images que vous souhaitez présenter. *La seule fois où j'ai regretté ce conseil, fut le jour où une entrepreneuse est entrée pour pitcher, a commencé, n'a jamais regardé ses slides, alors qu'il y avait un problème technique et qu'il s'agissait des slides du projet suivant. Sa prestation a été parfaite mais un peu déroutante pour les investisseurs...*

La salle tu regarderas

La présence scénique est cruciale. Vous devez attirer l'attention d'une salle qui est assise peut-être depuis une heure et entend des entrepreneurs comme vous présenter leurs projets. Il vous faut absolument vous ancrer sur scène et capter le regard des auditeurs. Ce n'est pas toujours simple mais évitez surtout les regards fuyants axés sur vos chaussures. Cherchez à identifier ce que l'on appelle « vos alliés » et regardez-les si cela peut vous aider. Sinon, n'hésitez pas à regarder aussi loin que possible au fond de la salle et balayez ensuite les spectateurs du regard.

La traction tu démontreras

L'histoire que vous racontez lors de votre présentation est clé. Elle doit emporter votre investisseur et le convaincre de vous suivre. Cependant, vous devez faire attention à ce que cette histoire soit ponctuée de preuves tangibles et mesurables. On attendra ainsi que vous puissiez présenter, idéalement sous forme graphique, des preuves de traction basées sur l'évolution de votre chiffre d'affaires, le nombre d'utilisateurs actifs, de produits vendus, ou encore de téléchargements de votre solution. À vous d'identifier les meilleurs indicateurs de traction possibles qui mettront en avant vos premiers succès et permettront aussi de se projeter dans l'avenir. Et en les choisissant bien, vous pourrez rassurer vos investisseurs en limitant les risques qu'ils prendraient avec vous.

Les difficultés tu ne fuiras pas

Un slide très apprécié dans le cadre d'un pitch est le fameux SWOT (voir chapitre 2). Ce document va vous permettre de transmettre des informations importantes à votre audience et surtout de leur montrer que vous êtes conscient des difficultés. Cela les rassurera sur votre capacité à réussir votre projet. Vous pourrez ainsi balayer quelques questions difficiles à suivre et focaliser votre audience sur les points clés de votre projet.

Sur les chiffres tu ne t'éterniseras pas

Vous devez bien entendu présenter quelques données chiffrées, et on vous questionnera certainement sur les chiffres que vous présentez, mais n'oubliez pas que le pitch constitue un premier rendez-vous. Vous aurez tout le temps plus tard de vous lancer dans les présentations chiffrées de votre business plan avec vos investisseurs

potentiels si le projet leur plaît. En revanche, il vous faut bien entendu présenter quelques données chiffrées. Tout le monde sait que des tableaux de projection peuvent se construire aisément, et que vous pouvez montrer ce que vous voulez en fonction de vos hypothèses retenues. Une profitabilité ou des flux de trésorerie positifs plaisent toujours aux investisseurs, mais peuvent aussi résulter de coûts que vous avez décidé de couper au détriment du reste. Donc si vous sentez que vous risquez quoi qu'il en soit d'être challengé sur ces hypothèses, préparez quelques slides que vous ne présenterez que si on vous pose des questions sur le sujet.

Premier conseil : présentez des graphes. Ce sera plus parlant que des tableaux de chiffres et plus difficile à challenger pour les investisseurs.

Deuxième conseil : lorsque vous terminez votre présentation, évitez de vous arrêter sur ces projections. C'est, en effet, la meilleure manière de vous retrouver coincé par des questions qui seront uniquement axées sur vos chiffres. Vous êtes là aussi et surtout pour parler de votre projet, n'est-ce pas ?

Ton besoin tu connaîtras

Il n'y a rien de plus frustrant que de voir des entrepreneurs expliquer qu'ils recherchent par exemple 500 000 euros et sont incapables de dire clairement ce qu'ils vont en faire. La plupart du temps, on voit sur un slide une sorte de graphe au format « camembert » comme celui de la figure suivante.

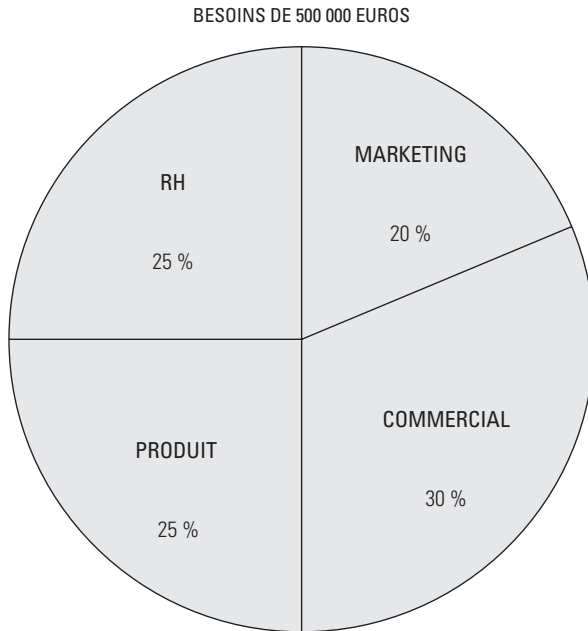
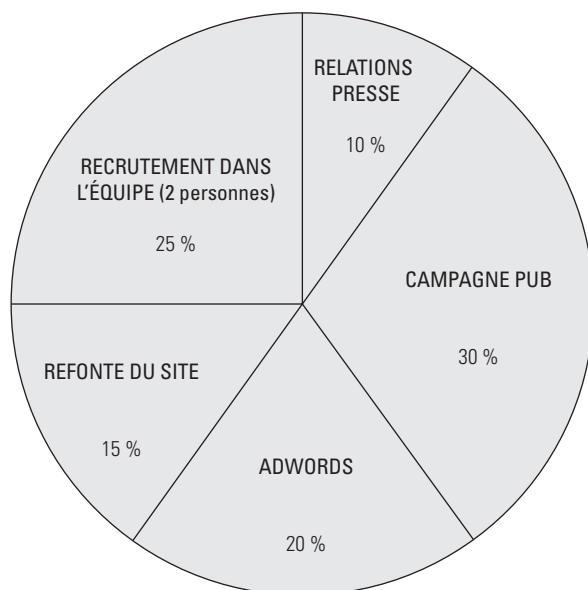


Figure 11 – Mauvais exemple

Que voulez-vous que l'on fasse d'une telle information ? Que signifie « RH » ? Que mettez-vous en « Marketing » ? Autant de questions qui vous seront posées car un tel graphe peut prêter à confusion. Vous pouvez décider de montrer un graphe comme celui-ci si (et seulement si !) vous êtes en mesure de détailler les différents postes. Sinon, faites en sorte d'expliquer plus clairement comment vous comptez dépenser les 500 000 euros. Il est nettement préférable de présenter le détail par grosse catégorie de dépense. Il vaudrait ainsi mieux présenter l'activité marketing de la façon suivante (figure 12).

DÉPENSES MARKETING DE 100 000 EUROS

*Figure 12 – Bon exemple****Ton pitch tu répéteras***

Vous avez une mémoire incroyable et des dons d'acteur ? Eh bien bravo ! Je vous propose donc de faire comme ces grands acteurs qui ne cessent jamais d'apprendre et de répéter leurs rôles avant une représentation : répétez ! Devant votre miroir, devant votre équipe, ou pourquoi pas devant votre grand-mère ! Mais répétez. Mieux vous maîtriserez votre présentation, et plus vous serez à l'aise en cas d'imprévu. Après chaque exercice de pitch, demandez quelques minutes plus tard à votre interlocuteur de vous pitcher lui-même votre projet. En entendant ce qu'il en a retenu, vous comprendrez là où vous devez vous améliorer.

Les 5 questions sur le pitch que vous n'oseriez pas poser

Dans l'équipe, qui est celui qui doit pitcher ?

Réponse de Normand à cette question : cela dépend. La plupart du temps, on s'attend à ce que ce soit le CEO de l'entreprise qui présente, mais il n'y a pas de règle. S'il ne se sent pas à l'aise, il peut demander à un autre associé de se charger de l'exercice. C'est souvent le cas lorsqu'un CEO a un profil très technique : il confiera la mission du pitch à un associé à l'aise sur les parties commerciales et marketing. Il faut surtout que les associés fondateurs soient tous présents et impliqués. Si la durée du pitch est de 3 minutes, il est très difficile que tout le monde participe à la présentation, mais s'il s'agit de présentations plus longues, il est intéressant de faire intervenir les principaux associés fondateurs. Il est important de ressentir le professionnalisme et la cohésion.

Puis-je retirer un slide sur un sujet qui me gêne ?

Oui, si vous voulez être ridiculisé en public. Non, si vous êtes sérieux car il ne faut pas sous-estimer une audience qui a l'habitude de voir des présentations et qui sait exactement à quoi s'attendre. Si elle ne voit pas d'analyse de marché ou de concurrence, si elle ne voit aucune présentation de l'équipe, elle vous mettra un premier carton jaune.

Comment m'habiller ?

Porter le jean et le col roulé de Steve Jobs ou un tee-shirt gris comme Mark Zuckerberg ne feront certainement pas de vous un héros du pitch. En revanche, il est important que l'on vous identifie. Les tee-shirts avec le logo de votre entreprise sont toujours les bienvenus. Faites

simple et propre. L'objectif est que l'on se souvienne surtout du projet dans lequel investir et de son fondateur avant de se rappeler de votre jean troué ou de votre perruque rose.

Dois-je débiter par une question ?

De nombreuses présentations commencent par des questions comme celles-ci :

- « Combien d'entre vous souhaiteraient faire un jogging régulièrement et ne le font pas ? »
- « Vous est-il déjà arrivé de vouloir acheter un produit immédiatement ? »

Cela peut être une bonne accroche et c'est souvent assez bien amené.

Faut-il se soucier de la logistique ?

Oui, oui et encore oui ! Les aspects logistiques sont loin d'être anodins. Disons que tout va aussi dépendre de ce que vous avez préparé dans votre pitch. Si vous avez besoin d'une connexion Internet ou que vous faites passer une vidéo, vous devrez vous assurer que la salle dans laquelle vous ferez votre pitch le permet. Il n'est pas rare en effet de pouvoir projeter une vidéo, mais sans haut-parleurs. Autre exemple qui peut s'avérer hasardeux : l'utilisation d'un outil de présentation en ligne. J'ai aussi vu de magnifiques salles de présentation qui se situaient dans des sous-sols où les connexions 4G et wifi restaient hasardeuses. À vous de vous assurer que vous avez la capacité à gérer ce genre de soucis : apportez de petites enceintes portables, prenez une clé 4G et arrangez-vous pour que votre présentation ne nécessite pas de connexion à Internet. Vous vous éviterez des situations bien désagréables. Lorsque l'on vous

octroie 10 minutes de pitch, vous ne pouvez pas vous permettre d'en perdre 5 pour des raisons techniques.

Pour vous aider à progresser, vous trouverez en annexe 5 un document d'analyse de pitch que vous pourrez utiliser lors de vos essais avec des personnes extérieures à votre projet.

Je vous conseille aussi l'article « 10 Business Plan Dos and Don'ts² » qui date un peu mais reste très clair sur le sujet. Il a été écrit par David Ronick, entrepreneur et coach de nombreuses start-up, suite à ses revues de pitch à l'université de Harvard.

Pitcher à l'étranger : un nouveau challenge pour vous

Comme pour toute nouveauté, il va falloir vous adapter et vous préparer en conséquence. Ainsi on ne pitch pas du tout de la même manière dans le monde anglo-saxon et en France. Par exemple, si en France il peut y avoir interaction avec la salle et un pitch dépassant parfois les 10 minutes, aux États-Unis, vous serez probablement autorisé à pitcher en 4 à 5 minutes maximum. Ce sera alors à vous de faire votre « show » en démultipliant l'enthousiasme que vous avez déjà su démontrer en France.

Les sessions de questions/réponses seront aussi différentes et souvent encore plus rudes que celles que vous subirez devant des investisseurs français. Il faudra donc vous préparer en intégrant des difficultés, comme la langue, bien entendu. Les pitches seront très souvent en anglais si vous ne les faites pas dans votre pays natal. Faites bien attention au « franglais » ou aux différentes interprétations de telle ou telle phrase. La formule « *keep*

2 - <http://inc.com/articles/201104/business-plan-dos-and-donts.html#ixzz3BKYOXmle>

it simple » n'a jamais eu autant de sens pour votre présentation. Cherchez ainsi à vous faire accompagner par un coach local ou une personne qui parle parfaitement la langue et qui vous fera travailler, grammaire, accent et les différentes intonations qui pourraient avoir des significations inappropriées.

Quand le pitch tourne au tragique

Chercher à être original est intéressant, mais parfois tellement dangereux... Il vaut mieux se faire remarquer pour de bonnes raisons que pour ses excès ou ses erreurs de comportement. Voici trois exemples assez marquants.

Le premier a eu lieu lors d'une session de pitch dans un incubateur renommé à Paris.

Les entrepreneurs avaient 3 minutes pour se présenter devant près de 80 personnes. Ils avaient à leur disposition un écran et un ordinateur pour projeter ce qu'ils souhaitaient. J'accompagnais alors un entrepreneur qui avait développé des outils d'analyse CRM très pointus. Il cherchait à lever des fonds et avait décidé de présenter son projet ce jour-là. Très à cheval sur la qualité de ses présentations, il avait pris le risque de passer un film de 2 minutes et 50 secondes qui présentait son offre, le marché, etc., une synthèse du business plan que nous avions bouclé ensemble, présentée de manière très professionnelle. Nous avons répété sa présentation de 3 minutes sur plusieurs sessions. Le résultat était tout simplement étonnant. Les mots tombaient juste au bon moment pour des transitions comme on n'en voit quasiment jamais. J'étais simplement surpris de voir qu'il ne semblait pas tranquille avec son texte. Il était toujours en train de le lire ou d'y jeter un coup d'œil. Lors de la dernière séance de préparation, je lui ai demandé de poser son texte. Sa présentation fut de réelle qualité et nous en avons conclu que ce document ne

devait pas apparaître sur scène. Le jour J, en arrivant, je vois l'entrepreneur très tendu, lisant et relisant ce fameux texte. Je lui demande de le poser avant la présentation, lui rappelant qu'il ne lui serait d'aucune utilité. Malheureusement, ce dernier a plié le document et l'a mis dans la poche arrière de son pantalon. Et ce qui devait arriver arriva. L'homme arrive sur scène, et sous l'emprise du stress retire de son pantalon le fameux texte, juste au moment du lancement de la vidéo. Il tremble, ne regarde pas la salle, mais se focalise uniquement sur ce texte qu'il connaît par cœur. Malgré la grande qualité de la vidéo, l'audience n'a retenu qu'une chose : la piètre prestation de l'entrepreneur et son incapacité à s'exprimer en public.

Voici à présent un exemple qui montre que l'arrogance ne paie pas.

Il s'agissait d'une entreprise de l'AdTech qui cherchait à lever des fonds auprès d'un réseau de business angels où j'étais alors actif. Nous ne l'avions pas encore vu présenter son projet, mais avons sincèrement apprécié la qualité de son dossier qui avait été instruit en détail. L'entrepreneur disposait de 7 minutes de présentation, suivies d'une séance équivalente de questions/réponses avec la salle. L'entrepreneur cherchait 300 000 euros pour sa première levée de fonds. Habituellement, nous recevions les présentations du jour la veille afin de les intégrer et de ne pas perdre de temps dans des problèmes de logistique. Mais nous n'avions rien reçu de lui, car il avait décidé de ne pas utiliser de support. J'attendais donc avec impatience de pouvoir admirer la prestation de notre orateur, et la désillusion aura été aussi forte que ces 7 minutes sont passées lentement. Notre orateur a ainsi commencé en expliquant qu'il venait du monde de la communication et qu'il avait toujours trouvé inutile, voire stupide, d'utiliser des supports quand il s'agissait de présenter un projet exceptionnel. On notera au passage le message amical envoyé aux trois autres

entrepreneurs qui pitchaient ce jour-là. Nous attendions donc tous la présentation du projet exceptionnel en 7 minutes, et c'est là que tout s'est compliqué. Notre entrepreneur avait probablement oublié une des règles essentielles du pitch : la pratique ! Il n'avait pas répété ses messages clés, son entame s'étant limitée à son introduction sur le côté exceptionnel du projet. Les 7 minutes furent très longues, cadencées de nombreuses pauses, temps morts et autres bafouillages. Pire, aucune question ne fut posée à l'issue de la présentation, alors qu'il était clair que les investisseurs ne comprenaient qu'à peine l'objet du projet, ne savaient pas combien recherchait l'entrepreneur, et avaient surtout envie de passer à autre chose.

Ce troisième exemple d'essai manqué me tient à cœur, car c'est l'exemple même du projet extrêmement innovant qui ne rencontre pas sa cible pour des raisons qui n'ont rien à voir avec sa qualité.

L'entrepreneur était un chef d'entreprise qui avait déjà eu plusieurs expériences entrepreneuriales et avait décidé de se lancer dans une nouvelle aventure réellement passionnante pour développer de nouvelles fibres textiles éthiques et éco-responsables permettant notamment de recycler des vêtements. On appelle cela la technologie « cradle to cradle » (du berceau au berceau). Le projet était fort, soutenu par une région, avec un investissement initial de près de 500 000 euros et une recherche d'un investissement du même montant. Il avait ainsi créé des jeans, des tee-shirts, du linge de maison. Nous l'avions rencontré lors de l'instruction de son dossier et j'avais constaté qu'il était le premier à porter ses jeans et ses tee-shirts... jusqu'au jour du pitch, où je le vois arriver en costume, très stressé, fumant cigarette sur cigarette en attendant son intervention. Son pitch ne fut pas mauvais, mais quand un des membres du club lui demanda s'il avait quelques échantillons de ces textiles à présenter, il resta bloqué, se rendant compte

qu'il avait juste oublié qu'il devait être le meilleur ambassadeur de son entreprise.

La séance de questions/réponses

L'un des exemples précédents montrait comment une audience peut expliquer par son silence sa désapprobation ou son désintérêt envers un projet...

Quand elle a lieu, la séance de questions/réponses est un moment aussi important que le pitch. Elle a d'ailleurs souvent la même durée. Dans un réseau de business angels, vous aurez entre 7 et 10 minutes pour le pitch et les questions ; lors d'un rendez-vous avec un fonds d'investissement, ce seront des plages de 20 à 25 minutes chacune. Les investisseurs attachent ainsi une grande importance aux échanges qu'ils vont avoir avec vous, après votre présentation.

La séance de questions/réponses n'est, elle non plus, pas un exercice facile. Les investisseurs vous ont écouté sagement, tout en notant des questions à vous poser ; puis ils vont donner leur avis sur tel ou tel sujet sur lequel ils souhaiteraient échanger avec vous et la salle, montrer qu'ils n'ont pas compris certains éléments de votre présentation... autant de pièges que vous allez devoir affronter avec sourire et professionnalisme jusqu'au bout.

Vos interlocuteurs vont vous observer, essayer parfois même de vous pousser dans vos retranchements. N'oubliez pas qu'ils vous confieront peut-être une partie de leur trésorerie ! Ils veulent savoir à qui ils ont affaire. Charge à vous de les rassurer et de leur montrer que vous savez répondre à leurs questions ou observations.

Vous rencontrerez des profils d'intervenants assez différents en fonction des audiences. Un club de business angels d'anciens élèves d'école d'ingénieurs sera ainsi souvent focalisé sur des sujets très techniques, alors que dans des clubs plus généralistes, le focus sera peut-être mis davantage sur votre business model. Vous trouverez aussi souvent une ou plusieurs personnes qui seront certaines de détenir la vérité quoi qu'il puisse se dire. Elles vous contrediront et vous pousseront parfois jusqu'à la polémique. À vous de dédramatiser la situation. Proposez de discuter du sujet en aparté plus tard autour d'un verre.

Si vous ne savez pas répondre à une question, ne vous inquiétez pas. Vous avez le droit de ne pas tout savoir et d'avoir peur de vous tromper, à partir du moment où la question posée n'est pas cruciale. Si un investisseur vous demande le nom de votre premier concurrent ou ce que vous allez faire des montants levés, et que vous restez sans réponse, vous êtes simplement inexcusable. En revanche, si ce même investisseur vous challenge sur votre analyse du marché et avance des chiffres que vous ne maîtrisez pas, proposez de discuter de ces points plus tard lors d'un prochain rendez-vous lorsque vous aurez retravaillé votre copie.

Soyez très au fait de l'actualité de vos concurrents : dernières levées de fonds, sorties de produits ou nouvelles offres, recrutements importants ou concours gagnés. Vos interlocuteurs seraient déçus de savoir qu'ils connaissent mieux votre concurrence que vous-même.

N'oubliez pas non plus que vous n'êtes pas seul et que si vous flanchez sur une question, vous devriez pouvoir passer la parole à vos associés. Ce qui vous permettra de mettre en valeur les autres profils clés de la société. Et vous montrerez ainsi qu'il existe une réelle répartition

des rôles entre les associés, et que vous ne tirez pas la couverture vers vous.

Derniers conseils :

- Vos réponses doivent être les plus concises possible. Ne partez pas dans de longues tirades. Il n'y a rien de pire que de frustrer des investisseurs qui n'auraient pas pu poser leurs questions.
- Restez souriant !
- Maniez l'humour avec précaution. On ne sait jamais comment cela peut être pris, même si cela peut souvent détendre l'atmosphère.
- Évitez de dire : « bonne question » pour gagner du temps. Vous allez passer pour quelqu'un d'arrogant.
- Comme pour le pitch, balayez toujours du regard l'ensemble de l'audience pour garder le contact avec tous.
- Et surtout NE MENTEZ PAS !

Les sessions de pitch ne se présenteront jamais exactement de la même manière. Vos interlocuteurs seront ainsi différents, avec des attentes et des réflexes qui leurs seront propres. Certains vous reprocheront de ne pas avoir mis en avant la valorisation pré-money de votre entreprise, alors que d'autres vous diront que présenter une telle information est prématuré à ce stade.

Une chose est sûre, vous progresserez à chaque présentation si vous avez l'ouverture d'esprit suffisante pour écouter les critiques et apprendre de vos erreurs. **On gagne rarement du premier coup. Vous progresserez à chaque fois si vous savez écouter les critiques.**

Faut-il se vanter d'avoir échoué pour mieux lever ?

Vous avez certainement déjà entendu parler de cette grande différence entre la France et d'autres pays où

l'échec lors de précédentes expériences est considéré comme un réel atout. À force de discuter avec des investisseurs et des entrepreneurs, il me semble que les choses évoluent actuellement, et que les entrepreneurs ayant échoué ne sont plus mis sur la touche en France. Mais ce n'est pas pour autant une raison pour se vanter de tous ses échecs. Il m'est arrivé dans plusieurs sessions de pitch de rencontrer des entrepreneurs expliquant avec fierté leurs séries d'échecs, pensant ainsi convaincre que cette fois c'était la bonne, en faisant un argument clé de l'investissement.

L'échec est riche d'enseignements si on est prêt à apprendre de cet échec. Ce qui sera évalué chez l'entrepreneur, c'est sa capacité à analyser la situation d'échec et à accepter ou non d'en prendre sa part de responsabilité. Les investisseurs voudront saisir les raisons de ces échecs, et parfois consulteront les investisseurs ou autres associés du projet pour mieux comprendre. Il faudra donc manier cet « atout » avec beaucoup de précautions !

Enfin le « serial loser » n'intéressera personne, que ce soit en France ou aux États-Unis !

Après le pitch ?

Vous devrez parfois pitcher deux ou trois fois devant des investisseurs avant que les discussions ne passent aux étapes suivantes. C'est après ces échanges qu'une phase de discussion plus ou moins formelle se tiendra, donnant lieu à plusieurs rendez-vous.

Par exemple, si vous êtes face à un fonds d'investissement, vous allez passer par plusieurs étapes d'entretiens avec des interlocuteurs aux niveaux de responsabilité de

plus en plus élevés jusqu'à passer devant un comité d'investissement. Un comité d'investissement est souvent une lourde session de pitch où vous êtes face à tous les associés du gestionnaire de fonds. En fonction de ses règles internes de fonctionnement, les associés voteront après votre présentation sur leur souhait de vous proposer une lettre d'intention ou non. Dans certaines structures, il est prévu que tous les associés sans exception valident une décision d'investissement, alors que pour d'autres structures, il suffira d'une forte majorité.

Une subtilité intéressante des VC : si vous êtes en contact avec un associé un peu trop jeune dans la structure, son poids dans les choix d'investissement risque d'être plus limité que si vous avez eu la chance de voir votre dossier traité par un des associés historiques. Il faut donc faire en sorte de rencontrer au moins un des associés historiques avant la fameuse réunion du comité d'investissement afin de multiplier vos alliés.

Pour les réseaux de business angels, il peut aussi y avoir deux ou trois sessions de pitch dont les dernières sont en comité plus réduit. Entre-temps, les business angels auront travaillé sur votre dossier (cela s'appelle « l'instruction ») et remis des conclusions d'investissement. Là encore, renseignez-vous sur l'expérience de la personne en charge de l'instruction de votre dossier. Son poids va nettement peser dans la balance.

Le pitch est donc un moment clé de votre levée de fonds mais comprenez bien que l'ensemble des entretiens qui suivent sont aussi très importants pour vous. Vous devez garder le même enthousiasme, la même confiance en votre projet et montrer la même cohésion d'équipe que dans votre pitch initial. C'est parfois plus compliqué que vous ne le pensez, et je vois des entrepreneurs qui

agissent, à tort, comme si l'investissement était déjà bouclé.

Détrompez-vous. Vous allez très vite comprendre dans les pages qui suivent que vos investisseurs ont toute la liberté de sortir d'un processus de levée, alors que ce sera toujours plus compliqué pour vous. Tant que les pactes d'actionnaires ne sont pas signés, rien n'est fait. Ceci sous-entend aussi qu'il faut rester prudent quant aux informations que vous transmettez pendant cette phase d'échanges. C'est bien entendu là que votre business plan est passé au crible et vous allez dévoiler un certain nombre d'éléments. Mais attention ! Vous n'êtes pas encore entré en phase de négociation, et il n'a pas encore été convenu entre vous de processus de due diligence (voir chapitre 6). À ce stade, vous n'êtes pas obligé de donner trop de détails sur vos prospects, de montrer vos contrats ou encore de présenter vos lignes de codes. Si l'investisseur est prêt à investir chez vous, il aura accès à tous ces éléments dès la signature de la lettre d'intention dans le cadre de la fameuse due diligence. N'hésitez jamais à faire part de votre étonnement lorsque les questions deviennent trop intrusives et à rappeler le processus. Ce sera à vous de donner les limites.

La phase de discussion peut durer quelques semaines, à raison de plusieurs allers-retours et de listes de questions autour de votre stratégie ou de vos projections financières.

Rien ne vous empêche de mener plusieurs discussions en parallèle. Vous n'avez à ce stade signé aucune clause d'exclusivité avec qui que ce soit. Par ailleurs, il vous sera peut-être nécessaire de faire entrer plusieurs investisseurs, et commencer à discuter avec plusieurs d'entre

eux fait donc totalement sens. Si les choses avancent correctement avec certains d'entre eux, cela vous donnera la possibilité de « mettre la pression » aux autres, car à un moment donné votre trésorerie risque de vous rappeler que le temps passe bien vite et que les caisses se vident aussi rapidement.

En menant plusieurs discussions en parallèle, vous pourrez à un moment avoir le choix des investisseurs. C'est un cas assez fréquent. En voici un exemple.

J'étais alors vice-président d'un club de business angels et je souhaitais investir dans un projet qui m'avait beaucoup plu. Nous étions en tout 20 investisseurs potentiels issus de réseaux de business angels, dont trois de ce réseau, les autres provenant de deux clubs nettement plus structurés. Les fondateurs du projet ont commencé à entrer en discussion avec nous, sous la direction d'un des deux grands clubs d'investisseurs qui avait pris la responsabilité de l'instruction. Les discussions ont duré deux mois, ce qui est très long. J'avais assisté à plusieurs réunions et je constatais qu'à chaque réunion, nous passions du temps sur des éléments du business plan, et qu'ensuite nous leur donnions énormément de conseils sur les indicateurs à suivre ou la stratégie de conquête. Le point qui semblait bloquer concernait une valorisation qui variait du simple au double entre investisseurs et associés fondateurs. La situation semblait se débloquer jusqu'au jour où les fondateurs ont choisi de ne plus répondre à nos invitations.

Nous avons compris deux semaines plus tard qu'une lettre d'intention venait d'être signée avec un fonds d'investissement. Les fondateurs avaient obtenu gain de cause sur leur valorisation et préféraient avoir un seul investisseur et non une vingtaine. Très aimables, et non sans sarcasme, ils nous remerciaient pour le coaching que nous avions effectué au cours de ces deux mois qui leur avaient permis de revoir leur

business plan et de mettre en avant les indicateurs clés qui permettaient de séduire les VC.

C'est après ces nombreux échanges que vous aborderez la partie juridique, en commençant par la lettre d'intention, un document essentiel que nous allons voir ensemble.

La lettre d'intention

La lettre d'intention confirme noir sur blanc l'intérêt mutuel de travailler ensemble. C'est le document qui décidera des prochaines étapes et de la « vie en commun ». Une sorte de contrat prénuptial... Ce document sera donc âprement négocié. Il va donner lieu à des discussions vives, parfois tendues. Mais ne vaut-il pas mieux que les discussions difficiles aient lieu avant que quoi que ce soit ne soit « gravé dans le marbre » ?

C'est à ce moment précis que vous allez commencer à connaître réellement vos interlocuteurs. Leurs intentions se révéleront ainsi au grand jour. N'oubliez pas que tant qu'un contrat n'est pas signé, il est négociable et vous pouvez aussi en sortir. Mais attention ! Dès que vous aurez signé la lettre d'intention, ce sera une autre histoire. Vous serez engagés, d'un côté comme de l'autre, même si votre interlocuteur aura fait en sorte de mettre en place des clauses qui lui permettront de s'échapper et de garder le beau rôle.

On entend parfois parler de « letter of intent » (LOI), qui est la traduction littérale des termes français, ou de

« term sheet », bien qu'il s'agisse d'un document nettement plus succinct, au format plus anglo-saxon.

Ce document paraît trop souvent anodin pour les entrepreneurs qui ne le prennent pas au sérieux, le signent sur un coin de table en se disant que de toute manière les négociations importantes auront lieu plus tard. Grave erreur, potentiellement catastrophique.

La lettre d'intention va en effet déterminer les termes de votre pacte d'actionnaires et les conditions de rémunération des associés fondateurs. Elle régira ainsi un grand nombre d'éléments clés qu'il faudra absolument négocier, car vous aurez énormément de mal à revenir sur ces points ensuite.

Un point est rarement évoqué avec les entrepreneurs, mais il me paraît important : vous pouvez en effet négocier plusieurs lettres d'intention en même temps avec différents investisseurs. À vous de décider pendant les négociations si vous souhaitez ou non être transparent vis-à-vis de tout le monde. Cela peut vous permettre de faire monter les enchères et d'assouplir quelques positions d'investisseurs si ces derniers tiennent absolument à faire le deal. Mais attention au petit jeu des fausses lettres d'intention en cours de négociation. Le monde est petit, les informations se croisent et si jamais vos interlocuteurs comprennent que vous les avez « bernés », ils sortiront très certainement des discussions et vous vous retrouverez le bec dans l'eau.

Que contient une lettre d'intention ?

Comme son nom l'indique, il s'agit d'un document qui peut se présenter soit sous la forme d'un courrier indiquant l'intention d'investisseurs de participer à votre levée de fonds, soit sous celle d'un document signé

entre toutes les parties afin de valider un certain nombre d'engagements initiaux et de lancer la phase de discussion exclusive et d'audit (la due diligence, sur laquelle nous reviendrons dans le prochain chapitre).

Le format de « lettre » en sens unique est un format que l'on voit de moins en moins pour laisser la place à un document plus détaillé que nous allons étudier ensemble. Si cependant vous recevez un tel courrier, sachez que bien évidemment, il ne vous engagera qu'à partir du moment où vous aurez confirmé votre accord.

Le document peut faire entre trois et une vingtaine de pages, en fonction des avancées des discussions avec vos investisseurs. Il doit être en principe signé par tous les investisseurs ou leurs représentants. Cependant, si par exemple vous faites entrer un nouvel investisseur tardivement, ce dernier pourra être amené à rediscuter certains des termes de la lettre d'intention. Cette situation n'est pas très agréable à gérer, l'idéal étant que tout le monde s'accorde dès le départ sur les mêmes conditions.

La lettre d'intention va préciser les points suivants :

- le nom des investisseurs ;
- les montants investis par chacun ;
- la valorisation pré-money de l'entreprise ;
- la nature et la quantité des titres émis ;
- le calendrier des prochaines étapes ;
- la clause d'exclusivité ;
- le processus d'audit ;
- la confidentialité ;
- les conditions suspensives ;
- les protections spécifiques des investisseurs ;
- les protections de tous les actionnaires ;
- le mode de fonctionnement de la gouvernance après la levée ;

- les conditions de rémunération des fondateurs ;
- la mise en place d'un intéressement des personnes clés de l'entreprise.

La plupart des éléments listés ci-dessus seront traités dans les prochains chapitres. Il semble cependant essentiel dès à présent de préciser certains points.

Tout d'abord, parlons du calendrier. Cet élément est loin d'être anodin pour vous ainsi que pour votre investisseur. Il s'agit de déterminer le séquençement des étapes qui suivront. On va donc pouvoir déterminer en bonne intelligence par exemple les dates d'intervention des auditeurs, les délais de remise de leurs rapports, et surtout prendre rendez-vous pour la clôture de la levée de fonds. Cette date est toujours relativement mouvante, et il n'est même pas rare qu'elle soit modifiée d'un commun accord par l'ensemble des parties si une action prend plus de temps que prévu. Pas de problème particulier tant que toutes les parties prenantes restent sur la même longueur d'onde.

Le planning est aussi très utile pour les avocats en charge de la rédaction de l'ensemble des documents de clôture, qui sont très nombreux et peuvent évoluer jusqu'à la dernière minute des négociations.

La clause d'exclusivité est elle aussi très importante pour tout le monde. À partir du moment où vous aurez signé une lettre d'intention, vous ne pourrez plus entrer en discussion avec un autre investisseur. Cette obligation n'est pas à prendre à la légère. Vous devez séance tenante suspendre toute autre discussion en cours, faute de quoi les investisseurs potentiels pourraient se retourner contre vous.

Les conditions suspensives sont elles aussi capitales, et peuvent parfois vous mener vers des difficultés

inattendues. Une condition suspensive est une clause qui liste des événements qui devront obligatoirement se produire avant la levée de fonds, faute de quoi le contrat sera bel et bien caduc.

L'audit de due diligence n'a pas encore eu lieu, mais vous avez déjà eu de nombreux échanges avec vos investisseurs potentiels. Ces échanges ont pu susciter chez eux des interrogations, des craintes ou simplement des besoins d'approbation ou de certifications administratives ou juridiques essentielles. Voici quelques exemples (liste non exhaustive) :

- Vous avez « vendu » lors de vos différents échanges avec les investisseurs le fait qu'un contrat significatif était en passe d'être signé. Les investisseurs pourraient vous expliquer que la valeur de votre entreprise est liée à la signature de ce contrat et qu'ils attendent donc qu'il soit signé pour investir chez vous.
- Vous avez expliqué que vous étiez une « jeune entreprise innovante » ; les investisseurs peuvent vous demander de présenter un document intitulé « Rescrit JEl » avant tout investissement.
- Un investisseur historique, ancien cofondateur ou non, ne fait plus partie de l'entreprise et détient encore quelques parts de l'entreprise. Vos investisseurs veulent qu'il sorte. La cession des actions de cet actionnaire peut être l'une des conditions.
- L'audit devra avoir été réalisé dans de bonnes conditions et les résultats devront conforter l'investisseur dans sa décision.
- L'obtention d'un procès-verbal d'assemblée générale extraordinaire autorisant la levée de fonds sera aussi requise, pour permettre simplement aux nouveaux investisseurs de bien s'assurer que leur entrée au

capital est validée conformément aux règles en place avant la levée.

- Une transformation de votre SARL en SAS ou en SA pourra être une condition importante. Nous évoquons ce point sur la préparation à la levée de fonds, car ce type de transformation sera exigé et prend malheureusement du temps et de l'argent, nécessitant en particulier l'appel à un commissaire à la transformation qui devra lui-même mener un certain nombre de diligences.

J'ai aussi rencontré l'exemple d'une entreprise qui cherchait un financement d'1,7 million d'euros. Le projet était de lever en capital 1 million d'euros, complété par environ 700 000 euros de financement bancaire et institutionnel. Les investisseurs ont mis en condition suspensive l'obtention des prêts par l'entreprise. Cette condition n'est pas simple à gérer, les banques et autres établissements se basant sur la situation des fonds propres pour accorder le prêt. En somme, les investisseurs ne validaient l'investissement que si le banquier validait le prêt et le banquier ne pouvait valider le prêt que si les fonds étaient levés. Les discussions avec la banque ont pris près d'un mois afin d'obtenir un document d'engagement le moins contraignant possible pour la banque et suffisamment rassurant pour les investisseurs et leurs avocats. Le deal s'est ainsi conclu.

Parmi les conditions suspensives, il y a également ce que l'on appelle la « MAC clause ». Cette abréviation se traduit en « major adverse change ». Il s'agit d'une clause qui permet à l'investisseur de se retirer avant la clôture du deal au cas où un événement extérieur pouvant avoir un impact conséquent sur l'activité de l'entreprise aurait lieu. On utilise souvent l'exemple terrible du

11 septembre 2001 à New York pour illustrer un « major adverse change ».

L'investisseur a donc toujours de nombreuses portes de sorties, et ce jusqu'au dernier moment.

Négociez la lettre d'intention !

Comme vous le comprenez maintenant, la lettre d'intention traite de sujets cruciaux. Elle est en fin de compte le document qui fixe les premiers engagements de vos investisseurs et les conditions dans lesquelles vont se passer leur investissement.

Ce n'est pas vous qui proposerez une lettre d'intention. Elle doit en effet provenir d'un des investisseurs, en concertation avec les autres.

C'est un des éléments clés de la levée de fonds, même si, à ce stade, rien n'est encore joué. Afin de mener au mieux les discussions portant sur la rédaction de ce document, je vous conseille vivement de solliciter un avocat spécialisé dans le domaine et de l'impliquer dès les premières discussions de la lettre. Comme vous le verrez dans le chapitre 7 qui touche aux clauses principales du pacte d'actionnaires, être accompagné d'un juriste est très important. Faites-le donc dès le départ. Les quelques milliers d'euros que vous aurez dépensés ne seront certainement pas perdus. Car il va falloir négocier !

Même si vous vous êtes mis d'accord oralement sur une valorisation de l'entreprise et les montants investis par chacun, il reste bon nombre d'éléments à discuter. Il s'agit d'ailleurs d'un test assez efficace pour les investisseurs. N'oubliez pas qu'ils veulent investir chez vous et qu'ils vont ainsi vous confier une

trésorerie pour développer votre activité. Ils attendent bien entendu de votre part des capacités de négociation, tant en interne qu'en externe (auprès de clients potentiels par exemple). S'ils constatent que vous ne relisez pas de façon professionnelle ces documents, et que vous ne les discutez pas, leur confiance en vous risque de fondre rapidement. Charge à vous donc, en vous focalisant sur les éléments importants de la lettre d'intention, et en étroite concertation avec votre avocat, de montrer à vos investisseurs que vous avez une vue d'ensemble de la levée et qu'il leur sera difficile de vous jouer des tours.

Les négociations peuvent prendre quelques semaines, ce qui est toujours très stressant. Sachez cependant que ce temps n'est pas perdu car c'est autant de temps gagné ensuite sur la négociation du pacte d'actionnaires. J'ai vu des négociations de lettre d'intention couvrir plus de 80 % des éléments du pacte d'actionnaires. Ces éléments une fois négociés, le temps de négociation qui suivra permettra de régler les 20 % de points qui ne sont pas forcément les plus difficiles.

Certains investisseurs vous demanderont de régulariser certaines choses avant d'accepter de signer un pacte, ou encore ils attendront l'ensemble des résultats d'audits de la due diligence avant de confirmer leur entrée à votre capital.

En revanche, de votre côté, une sortie est souvent nettement plus compliquée. Tant que vous n'aurez rien signé vous resterez bien entendu libre, mais à partir du moment où la lettre d'intention sera signée par tous, c'est une autre histoire. Vous avez en effet signé ce qui juridiquement s'appelle un « contrat préparatoire », dont vous trouverez des définitions sur <http://dictionnaire-juridique.com>.

L'« avant contrat » ou « contrat préparatoire » est une convention par laquelle les signataires arrêtent les règles selon lesquelles ils entendent ultérieurement s'engager dans l'exécution d'une ou de plusieurs opérations. Nous parlons donc ici d'un document juridique et, à ce titre, ne pas le respecter pourrait avoir des conséquences délicates pour les parties. Un tel document ne se négocie pas sans le soutien de son avocat.

Il existe des modèles types de lettre d'intention. Le plus complet est téléchargeable sur le site de l'AFIC¹. Vous le trouverez en tapant « Term Sheet Type Afic » sur votre moteur de recherche.

Ce modèle est un format recommandé par l'AFIC à l'ensemble de ses membres. Tous les fonds d'investissement ne sont pas membres de cette association, et notamment ceux qui dépendent de structures étrangères. Ceci dit, les recommandations que vous trouverez dans ce document sont constructives et montrent ce qu'un investisseur peut légitimement chercher à négocier avec vous. N'hésitez donc pas à le parcourir en détail.

Dans les chapitres qui vont suivre, nous traiterons d'un certain nombre de thèmes qui se trouvent dans la liste des éléments négociés dans la lettre d'intention, clauses que vous retrouverez dans le document de l'AFIC. Vous y découvrirez ainsi un certain nombre de conseils et recommandations qui vous permettront d'aborder l'ensemble des sujets en connaissance de cause et d'éviter les mauvaises surprises.

1 - Association française des investisseurs pour la croissance, qui regroupe les principaux acteurs du capital investissement en France.

La due diligence

Bienvenue chez moi !

Pour reprendre le parallèle avec un jeu de séduction, l'investisseur s'invite chez vous. Vous lui ouvrez grand les portes, vous lui présentez votre famille, et vous lui montrez tous les tiroirs et placards qu'il souhaitera inspecter. Vous n'aurez pratiquement plus aucun secret pour lui à l'issue de cette phase.

C'est même encore plus cruel. Ce n'est pas l'investisseur qui se charge de cela. Il sous-traite cette tâche à des cabinets spécialisés. Vous allez donc pendant une période définie devoir tout dire, tout montrer, vous mettre à nu devant des inconnus : un exercice toujours compliqué et peu compris par les entrepreneurs.

Mais rassurez-vous : chaque entreprise qui lève des fonds passe par là, et cela ne durera pas plus de huit semaines. L'exercice n'est bien entendu pas réciproque. Vous ne pouvez pas vous installer chez votre investisseur et y lancer un audit...

Un processus lourd

De tels audits peuvent couvrir un grand nombre de sujets, mais voici un aperçu des thèmes qui seront abordés et traités par des experts, salariés de votre investisseur ou des prestataires extérieurs.

La finance et la comptabilité de l'entreprise

Cette revue sera le plus souvent réalisée par un cabinet d'audit spécialisé ou généraliste. Ces cabinets ont une grande expérience de ce genre de mission. Ils sont souvent organisés par équipes plus ou moins spécialisées et savent se focaliser sur les sujets importants. Leur mission va être de sécuriser les investisseurs potentiels sur l'ensemble des risques financiers encourus par l'entreprise. Cela se traduira par des revues plus ou moins détaillées des comptes, de leur évolution et de votre capacité à atteindre vos projections. Il se peut aussi qu'il soit demandé à ces auditeurs de revoir les projections présentées dans votre business plan, ainsi que les hypothèses qui vous ont permis de le construire. Vos projections de flux de trésorerie, le nerf de la guerre, seront étudiées. Mais le rôle d'un cabinet peut être plus important, et ce dernier peut se voir confier un spectre plus large, voire l'ensemble de l'audit, en particulier dans le cas d'une « revue limitée ». Une revue limitée est un audit plus léger dédié aux structures plus petites, et où les investisseurs cherchent à limiter le nombre d'intervenants, privilégiant ainsi les aspects financiers pour une première revue qui éventuellement peut donner lieu à certains approfondissements.

Les aspects juridiques

Ne sous-estimez pas ces questions, car de nombreux points seront abordés : propriété intellectuelle, droit du

travail, droit des sociétés, droit commercial, etc. Une longue liste de sujets qui seront traités avec vous et vos avocats, et pour lesquels vous devrez vous préparer sérieusement. L'objectif est d'identifier l'ensemble des risques encourus par l'entreprise. Cette mission est le plus souvent menée par un cabinet d'avocats mandaté par un des investisseurs.

Les assurances

C'est le même cabinet qui analysera vos couvertures d'assurance. En fonction de votre activité, ce sujet peut être d'une importance variable. Les investisseurs ont non seulement besoin de se rassurer sur le niveau actuel de couvertures, mais vous demanderont très certainement de mettre en place des polices complémentaires (voir aussi le chapitre 8 sur la vie après la levée).

La technologie

Comme nous l'avons vu, l'investisseur va s'intéresser à votre projet s'il y voit un avantage différenciant certain et une belle opportunité de marché. Il s'intéressera surtout aux avancées technologiques et aux murs que vous avez su construire afin de maintenir cette avance. Il est donc essentiel pour l'investisseur de s'assurer que l'avancée technologique sur laquelle il mise est réelle. Si vos investisseurs ont dans leur portefeuille d'autres entreprises qui ont des technologies similaires, ils pourront demander à des collaborateurs de ces entreprises de vous rendre visite et d'échanger avec vous dans le cadre de la due diligence.

Les hommes clés

L'audit « RH » est souvent traité sous l'angle juridique, mais cela ne permet pas de connaître les personnes qui

comptent dans le projet. Il se peut ainsi que des entretiens avec les fondateurs, mais aussi avec toutes les personnes clés de l'entreprise, soient demandés.

Les clients et le métier

Ne soyez pas offusqué par les demandes que vous allez recevoir sur ce sujet. Mais vous avez annoncé des clients heureux de travailler avec vous. Il n'est pas rare qu'il soit demandé d'échanger avec certains d'entre eux. L'analyse marché et clients est souvent directement effectuée par les équipes de l'investisseur. Il y a donc de grandes chances pour que les aspects juridiques et financiers soient étudiés par des cabinets externes. En revanche, pour ce qui concerne la technologie, ou encore les hommes clés et le métier, ce sera fait en interne par les investisseurs.

Vous imaginez bien que tout cela va représenter un peu de travail de préparation et de temps d'explication. C'est une des raisons pour lesquelles il est très important qu'un planning soit mis en place au lendemain de la signature de la lettre d'intention.

La période d'exclusivité dure entre six et huit semaines. C'est donc le temps qui va être alloué à la réalisation de l'ensemble de ces audits, intégrant :

- une réunion où les équipes font connaissance, fixent le planning et la liste des documents demandés ;
- l'audit en tant que tel ;
- la rédaction des rapports d'audit ;
- les allers-retours possibles après la remise des résultats aux investisseurs.

Vous n'avez bien entendu pas le choix des intervenants dans le cadre des audits. Ils travaillent pour les investisseurs, et vous vous en rendrez compte très vite. En

revanche, sachez que les honoraires relatifs à leur mission seront très souvent à la charge de votre entreprise. Je vous conseille donc de discuter de ce point avant la lettre d'intention et de limiter les frais que vous acceptez de prendre à votre charge. Il serait ainsi trop facile pour un cabinet extérieur de facturer des honoraires exagérés alors que cette facture sera en fin de compte payée par votre entreprise, sans que vous ayez la moindre possibilité de la refuser. Les montants devront être proportionnels à la taille de l'entreprise et à l'importance des fonds levés.

Les investisseurs vont donc faire appel à différents tiers pour mener à bien cette phase importante. Ne soyez pas surpris par exemple s'ils demandent à d'autres entrepreneurs de venir vous rendre visite. Les fonds d'investissement ont aussi souvent des experts en interne auxquels ils peuvent avoir recours (pour les sujets technologiques ou les ressources humaines par exemple). Ces interventions sont moins coûteuses mais peuvent parfois mettre mal à l'aise, en particulier lorsque vous rencontrez des entrepreneurs ou salariés d'autres fonds d'investissement. C'est tout à fait naturel d'être prudent, même s'il va vous être demandé de transmettre énormément d'informations.

Pour vous protéger autant que possible, je vous conseille de faire signer une clause de confidentialité à l'ensemble des intervenants, quels qu'ils soient. Cela ne vous coûte rien, et rappelle simplement à vos interlocuteurs que le partage d'informations n'est pas anodin. J'ai l'habitude dans une telle clause de demander à ce que, en cas de non-réalisation du deal, l'ensemble des documents soient détruits ou remis à l'entreprise. Même si les données peuvent être difficiles à protéger, la personne qui signe le document s'engage, ou engage la société pour

laquelle elle travaille. Un exemple de clause de confidentialité est proposé en annexe 6.

Lors de la réunion de lancement de l'audit, il est aussi conseillé de regarder de près le périmètre d'intervention de chacun des intervenants. Ils ne vous communiqueront pas leur programme de travail mais vous expliqueront normalement avec un minimum de transparence les sujets sur lesquels les investisseurs souhaitent avoir des éclaircissements.

Bien se préparer à la due diligence

Compte tenu des nombreux thèmes qui seront évoqués, vous vous doutez bien que le travail d'audit prend du temps et demande une grande préparation. Ce processus a certainement un grand mérite : celui de vous pousser à structurer les données et documents au sein de votre entreprise. Car si vous ne l'avez jamais fait, vous allez très vite comprendre l'effort qui va vous être demandé !

Vous ne pouvez certainement pas anticiper toutes les questions. Il y a cependant un grand nombre d'éléments relativement standard que l'on vous demandera quoi qu'il en soit. À vous de les préparer en amont. Chacun de vos auditeurs (financiers, juristes, etc.) va venir vers vous avec une liste de documents qu'il souhaiterait consulter.

Je vous invite à vous pencher sur l'annexe 7, qui présente un exemple de liste de due diligence, qui sera pour vous une bonne base de travail de préparation.

Vous avez alors deux possibilités. Vous pouvez mettre à disposition l'ensemble des documents dans une pièce, la « data room », et inviter les auditeurs à venir consulter les documents sur place. L'autre alternative, qui est aujourd'hui la plus fréquente, est de mettre en

place une « data room virtuelle », c'est-à-dire de stocker l'ensemble des éléments demandés dans un dossier en ligne qui sera mis à disposition des auditeurs. On voit ainsi de nombreuses sociétés mettre l'ensemble de leurs dossiers sur des outils comme Dropbox ou Google Drive. À vous de protéger au mieux vos documents, en ne permettant si possible qu'un accès consultatif, sans capacité de modification par exemple.

Il existe aussi des outils qui permettent de mettre en place une data room virtuelle sécurisée. Grâce à ces outils, vous pouvez également savoir qui a consulté quel document et mettre en place un système de questions/réponses en ligne. Je pense par exemple à Drooms, mais aussi à quelques outils qui pour certains sont proposés directement par les cabinets d'audit.

Quel que soit l'outil que vous allez choisir, il faut que vous ayez un moyen de conserver une trace de l'ensemble des documents transmis. Le tableau V présente un modèle simple de tableau de suivi que vous pourrez utiliser. Il s'agit d'un document qui, d'une part, vous permettra de tenir informés vos auditeurs de la disponibilité des documents, et d'autre part de conserver une trace des documents demandés et fournis.

Tableau V – Tableau de suivi

Liste des documents demandés par les auditeurs	Interlocuteur	Non applicable	Disponible, remis le	En cours, sera disponible le	Commentaires
Droit des sociétés (pour la société et toute filiale)					
Statuts à jour	Directeur financier		15-juin		Déjà présent dans la data room
Pacte d'actionnaires actuel	Directeur financier		15-juin		Déjà présent dans la data room
PV de toutes les assemblées générales ordinaires et extraordinaires	Directeur financier		15-juin		Déjà présent dans la data room
PV des conseils d'administration ou équivalent	Directeur financier		15-juin		Déjà présent dans la data room
Extrait Kbis récent	Directeur financier		15-juin		Déjà présent dans la data room
Liste des participations	Directeur financier		15-juin		Déjà présent dans la data room
Organigramme des structures juridiques	Directeur financier		15-juin		Déjà présent dans la data room
Table de capitalisation à jour	Directeur financier		15-juin		Déjà présent dans la data room
Registre des mouvements de titres	Directeur financier		15-juin		Déjà présent dans la data room
Explication des principales opérations en capital ayant eu lieu au sein de la société	Directeur financier	Non applicable			Aucune opération en capital
Détails des éventuels plans de BSA	Responsable RH			18-juin	Nos avocats finalisent ces éléments
Liste de tous les privilèges, garanties, hypothèques, nantissements, sûretés octroyées par la société	Avocat société			18-juin	Nos avocats finalisent ces éléments
Copie de toutes les délégations et limitations de pouvoir des dirigeants de la société	Avocat société			18-juin	Nos avocats finalisent ces éléments
États financiers et liasses des 3 derniers exercices	Avocat société			18-juin	Nos avocats finalisent ces éléments

Pour information, les outils de data room virtuelle gèrent ces aspects directement en ligne.

L'interlocuteur a son importance. Vous pouvez décider ainsi de vous répartir le travail au sein de votre équipe afin que ce ne soit pas toujours la même personne qui produise l'ensemble des éléments. Vous pouvez aussi opter pour une démarche où seul un des associés sera en face des auditeurs et fera appel de manière exceptionnelle aux autres.

Je conseille la première approche qui permettra d'une part d'impliquer tout le monde dans ce processus complexe mais déjà avancé de la levée, et d'autre part de mettre en valeur la cohésion de votre équipe, toujours du goût des investisseurs.

Attention à bien canaliser les auditeurs. Installez-les dans une salle de réunion fermée, et ne les placez surtout pas dans l'open space. Cela permet d'une part de maintenir la confidentialité de leur travail et d'autre part d'éviter de mêler les auditeurs aux équipes, parfois trop bavardes.

Attention au collaborateur qui parle trop... ou ne cesse de se plaindre !

Lors d'un récent audit, je me trouvais placé par les entrepreneurs au milieu de l'équipe administrative, car c'était le seul endroit où il restait une table pour travailler, la salle de réunion étant bloquée pour la journée. J'ai ainsi entendu pendant toute la journée les échanges entre les collaborateurs sur des sujets touchant même à la vie privée des fondateurs de l'entreprise. J'ai appris que la directrice commerciale était la petite amie d'un des fondateurs... Cette dernière ne brillait pas encore par ses résultats, et nous avons cependant constaté que ce fondateur la soutenait et vantait la qualité de son travail. Ceci explique cela... Eh oui, les auditeurs ont des yeux et des oreilles et savent s'en servir !

Faut-il tout dévoiler ?

Avant de répondre à cette question, je rappelle qu'il est essentiel que les différents intervenants de l'entreprise ne se contredisent pas. Rien de pire que deux associés qui tiennent des propos contradictoires ! Donc, faites toujours en sorte de délivrer les mêmes messages.

OUI, bien entendu vous devez être le plus ouvert possible à vos interlocuteurs. Ils ont signé des clauses de confidentialité et ont été missionnés par les investisseurs qui reconnaissent leur professionnalisme et leur honnêteté. Vous pouvez toujours vous renseigner sur les différents auditeurs que l'on vous propose en amont et si vous n'êtes pas à l'aise, à vous de présenter vos objections aux investisseurs.

Une fois que les auditeurs ont commencé leur travail, qu'ils vous ont demandé un certain nombre d'éléments et qu'ils commencent à échanger avec vous, je vous déconseille de garder des informations secrètes. Pour avoir participé à plus d'une quarantaine d'opérations en capital depuis ces 20 dernières années, je peux vous affirmer que mentir, par omission ou non, ne pourra que vous nuire.

Tout d'abord, rappelez-vous que vous êtes en face de professionnels : ces procédures d'audit sont leur quotidien. Ils savent quelles questions poser, celles qui seront des pièges ou du moins qui peuvent vous mettre en difficulté. Pire, ils devineront souvent, en recoupant l'ensemble des informations dont ils disposent, si vous leur avez raconté ou non la vérité. Mentir ne fera donc que diminuer la confiance que vous portent vos investisseurs potentiels et, pire, pourrait se transformer en « deal breaker¹ ».

1 - Événement qui va rompre les accords entre vous et les investisseurs et donc annuler la levée.

Omettre de transmettre des informations risque aussi d’être un gros souci à terme, court ou moyen. Cela signifie que vous ne transmettez pas une information, parce qu’elle ne vous est pas demandée.

Prenons un exemple pour illustrer ce point.

Votre société est en cours de négociation pour une levée de fonds. Elle reçoit la liste des documents demandés dans le cadre de la due diligence, et n’y sont pas mentionnés, par exemple, les « litiges avec des clients de 24 mois au plus ». Si jamais un de vos litiges encore en cours date de 30 mois, présentez-le aussi ! Imaginons que vous ne le présentiez pas ; cela vous serait reproché si jamais le litige venait à se clore en votre défaveur.

De la même manière, si jamais un de vos collaborateurs vous attaque aux prud’hommes pendant la période d’audit, prévenez vos auditeurs ! Même si les conséquences ne sont pas encore connues, le risque aura été identifié et partagé.

Les sessions de questions/réponses

Vos auditeurs vont analyser l’ensemble des documents remis, qui malgré leur qualité incontestable, susciteront très probablement des questions. Ne vous en offusquez pas ! C’est tout à fait naturel, et je vous rappelle que votre rôle est de faciliter le travail des auditeurs et de vous assurer qu’ils comprennent votre activité.

Vous allez donc jouer avec eux à un jeu de questions/réponses, qui parfois peut durer un certain temps. C’est un processus qu’il conviendra de structurer avec les auditeurs. Ces sessions peuvent être de plusieurs ordres :

- échanges directs dans le cadre d’entretiens ;
- échanges écrits.

Quoi qu'il en soit, il est important que vous puissiez garder une trace de ces échanges. En effet, si les sessions de questions/réponses se déroulent dans le cadre d'entretiens, il y a de fortes chances pour que vous ne gardiez pas de trace, ce qui pourrait vous être dommageable si plus tard vous avez des échanges tendus sur des sujets que l'on vous reprochera à tort de ne pas avoir abordés. Dans ce cas, faites en sorte qu'il y ait au moins une note de synthèse de l'entretien que vous conserverez précieusement. Pour ce qui concerne les sessions écrites, c'est bien entendu plus simple, car tout sera répertorié.

Appliquez-vous à répondre en essayant d'être le plus précis possible et en transmettant les documents éventuellement manquants dans des délais aussi brefs que possible.

Les conséquences d'une due diligence

La fin de la due diligence aura lieu lorsque les auditeurs et leurs mandataires auront considéré que l'audit est terminé, dans la limite de la période d'exclusivité négociée. S'il s'avère que les délais d'audits n'ont pas pu être réalisés dans le temps prévu sur la lettre d'intention, vous et vos investisseurs aurez deux possibilités : soit décider de résilier la lettre d'intention (cas tout de même rare), soit prolonger de quelques semaines la période d'exclusivité. Lorsque la fin de l'audit approche, il est primordial de demander une réunion de synthèse afin que les auditeurs débriefent leur mission avec vous, et ce avant la remise de leur rapport. Cela permettra d'éviter les incompréhensions et les mauvaises remontées d'information ou d'atténuer tel ou tel risque identifié. À la suite de cette dernière réunion, il se peut que certains ajustements soient apportés avant remise des rapports aux investisseurs.

Ce qui suivra va dépendre de la manière dont les investisseurs analysent les retours des auditeurs et qualifient la nature et l'importance des risques identifiés. En effet, les auditeurs vont remonter des points dont le niveau de gravité sera très variable.

Deux cas difficiles peuvent se présenter.

- Imaginez que lors de la due diligence, un point bloquant, mais non insurmontable, soit remonté par les auditeurs. Dans ce cas, les investisseurs demanderont à ce que l'obstacle identifié soit levé avant de finaliser la levée de fonds, et donneront un délai pour cela. Voici trois exemples dans le domaine de la propriété intellectuelle :
 - dans le cas d'un litige possible autour de la propriété d'une marque ou d'un brevet et pour laquelle une étude spécifique doit être menée par des juristes spécialisés en propriété intellectuelle : les investisseurs pourront demander que le rapport leur soit remis avant la clôture de la levée ;
 - dans le cas où la revue des contrats de travail n'a pas mentionné de transfert de propriété intellectuelle à l'entreprise pour tous les travaux de développement : les investisseurs pourront demander à ce qu'un avenant à tous les contrats de travail des développeurs soit signé avant toute finalisation de la levée ;
 - l'audit révèle que les marques et les noms de domaines de l'entreprise vous appartiennent personnellement, et non à l'entreprise : les investisseurs exigeront un transfert de propriété entre l'entreprise et vous avant d'envisager toute levée.
- Imaginez maintenant que le cas soit plus grave. Un point a été identifié qui remet totalement en cause

les discussions entre les investisseurs et vous. La négociation est alors rompue. On parle de point « deal breaker ». Prenons deux exemples de deal break que j'ai vécus :

- l'audit a lieu fin août et la société annonce un chiffre d'affaires à fin juin de 500 K€. Ce chiffre d'affaires est un des éléments majeurs de la valorisation de l'entreprise. Or en auditant les comptes, on s'aperçoit que le chiffre d'affaires réel n'est que de 120 K€, le reste étant des engagements de commande que l'on ne peut pas considérer comme fermes. L'écart entre ce qui avait été dit et la réalité est trop différent. La confiance en est rompue. Les investisseurs sortent ;
- l'audit remonte que l'entreprise est en litige, avec possible procès, avec le centre de recherche qui a mené les travaux de recherche et développement initiaux qui ont abouti à l'offre commercialisée aujourd'hui. Chacun se dispute la propriété intellectuelle et si l'entreprise perd, elle n'aura probablement plus le droit d'exploiter quoi que ce soit. La situation est trop risquée pour un investissement.

Dans le cas où l'audit s'est passé sans encombres, et si les conclusions des audits ne remontent pas de point significatif, le processus d'audit se clôturera et il n'y aura pas d'obstacle à l'avancement des négociations. Les investisseurs vont alors confirmer leur proposition et entrer en négociation avec vous pour l'ensemble des clauses qui n'ont pas encore été validées. Il est très possible qu'un nouveau document soit rédigé : la lettre de confirmation de l'offre, qui reprendra l'ensemble des termes que vous avez vus ensemble avec

les investisseurs, préparant ainsi la phase de finalisation des discussions. Un tel document existe surtout si la lettre d'intention n'a pas été très détaillée.

Il faut maintenant boucler les opérations et conclure ce fameux deal.

À cette étape non plus, tout ne va pas se passer simplement, mais si la lettre d'intention est suffisamment complète et si l'audit s'est bien passé, vous allez rentrer dans la dernière phase de négociation. C'est là en particulier que se traiteront des sujets comme la composition détaillée de votre board et son mode de fonctionnement.

La levée de fonds aura souvent duré environ neuf mois (tiens, cela me rappelle quelque chose), et vos investisseurs vous proposeront très probablement de songer à la levée suivante dans un délai de 18 mois...

La négociation : moment complexe et terminologie barbare

Les éléments que nous allons étudier dans cette section recouvrent les clauses principales qui seront discutées dans la lettre d'intention et le pacte d'actionnaires. Il est recommandé de faire appel à un avocat pour mener à bien vos négociations. L'objectif ici est de vous aider à comprendre les principaux points de la négociation auxquels vous ne sauriez échapper.

Des intérêts à aligner

Nous n'allons pas nous mentir. Vous et vos investisseurs n'avez pas exactement les mêmes intérêts à défendre dans le processus de négociation... Attendez que la levée soit bouclée pour que vos intérêts soient alignés autour du succès de votre projet.

D'un côté, nous avons des investisseurs soucieux de la protection de leur investissement, et de l'autre des entrepreneurs qui souhaitent garder le contrôle de leur entreprise et rester aussi libres que possible. L'enjeu va ainsi être de faire converger ces objectifs afin de parvenir

à un accord qui puisse convenir aux parties. Des clauses juridiques seront mises en place. C'est la conjonction de l'ensemble de ces clauses qui permettra un bon accord, un accord « gagnant-gagnant ».

Vous constaterez très vite, en entrant dans le détail et en comprenant ces clauses juridiques, que s'il est bien entendu nécessaire de négocier une valorisation correcte, il est important de considérer le deal dans son ensemble, en faisant attention aux combinaisons de clauses qui peuvent devenir des pièges.

- L'entrepreneur veut lever un maximum d'argent en laissant un minimum de capital à ses investisseurs. L'investisseur veut investir un montant « sensé » et obtenir, sur la base d'une valorisation raisonnable, des actions lui octroyant des droits particuliers.
- L'investisseur veut être certain de pouvoir s'assurer une sortie au moment où il la considère opportune et à des conditions préférentielles. Il cherche ainsi à récupérer sa mise initiale dans le pire des cas, et démultiplier ses profits dans un contexte favorable. L'entrepreneur souhaite aussi garder une part significative du gâteau en cas de sortie.
- L'entrepreneur cherchera à limiter ses engagements en termes de garanties à donner aux investisseurs, alors que l'investisseur souhaitera être couvert au mieux sur des risques liés à une gestion antérieure à l'investissement.
- L'entrepreneur veut garder le contrôle des décisions stratégiques prises au sein de son conseil d'administration ou de son board, alors que l'investisseur va exiger de peser fortement sur certaines décisions stratégiques, touchant par exemple à la cession de l'entreprise, quitte à pouvoir y poser son veto le cas échéant.

- L'entrepreneur fera tout pour limiter les risques de se faire « sortir » par son conseil, alors que l'investisseur, même s'il est fort probable qu'il souhaite garder l'entrepreneur un certain temps, voudra mettre en place des règles de bon comportement et de loyauté des fondateurs vis-à-vis de l'entreprise et des autres actionnaires. Les conditions de sortie des fondateurs seront alors discutées, avec des intérêts rarement convergents.

La liste des divergences entre entrepreneur et investisseur pourrait faire à elle seule l'objet d'un livre. L'important pour les deux parties sera de trouver un accord qui puisse satisfaire tout le monde. Bien entendu, ne vous attendez pas à gagner sur tous les fronts.

Qui dit négociation, dit concessions !

Dilution/relution

Selon Wikipédia, « la dilution est un procédé consistant à obtenir une solution finale de concentration inférieure à celle de départ, soit par ajout de solvant, soit par prélèvement d'une partie de la solution et en complétant avec du solvant pour garder le même volume. La dilution se caractérise par son taux de dilution ».

Cette définition permet de tout comprendre. La terminologie de la chimie s'applique donc aussi à des sujets financiers. Car si la dilution n'activera pas ici de solvant particulier, sa signification n'est pourtant pas très lointaine de la définition ci-dessus.

Comme nous l'avons vu dans le chapitre 3 évoquant la valorisation, lorsque vous allez effectuer une levée de fonds, vous allez vous « diluer ». C'est-à-dire que la part que vous détenez de votre société va diminuer en fonction de l'ajout de capitaux.

Souvenez-vous de cet exemple où l'investisseur prend 28,6 % du capital pour une levée de 600 000 euros sur une valorisation pré-money de 1,5 million d'euros.

Actionnaires	Nombre d'actions initiales	Répartition initiale du capital	Nouvelles actions attribuées	Nombre total d'actions	Nouvelle répartition du capital
Jean	400	40 %		400	28,6 %
Marie	400	40 %		400	28,6 %
Étienne	200	20 %		200	14,2 %
<i>Investisseur</i>			400	400	28,6 %
Total	1 000	100 %	400	1 400	100 %

Les fondateurs voient leur part du capital passer respectivement de 40 %, 40 % et 20 % à 28,6 %, 28,6 % et 14,2 %. Ils ont ainsi été dilués en fonction d'ingrédients que sont le montant investi et la valorisation de l'entreprise.

La « relation », quant à elle, interviendra lorsqu'un investisseur verra, pour des raisons liées au pacte d'actionnaires, sa part du capital remonter.

C'est le jeu des vases communicants. Lorsque vous serez « relué », votre investisseur sera « dilué », et inversement. J'enfonce bien entendu ici une porte ouverte : je vous rappelle que le total des parts de l'entreprise ne peut dépasser 100 % !

Vous allez très rapidement comprendre grâce aux exemples suivants.

Un cas fréquent : le désaccord sur la valorisation en amont

Le désaccord le plus fréquent est certainement celui qui touche à la valorisation de l'entreprise. C'est une situation désagréable mais qui est loin d'être rare dans l'univers « start-up ». Si tout le monde est d'accord pour que la levée ait lieu mais qu'il reste un différend sur le sujet de la valorisation, vos avocats proposeront des solutions permettant de reporter ce sujet à plus tard.

Reprenons notre exemple ci-dessus, et imaginons cette fois que fondateurs et investisseur n'aient pas réussi à se mettre d'accord sur la valorisation de l'entreprise. Disons que l'investisseur tablait sur une valorisation à 1,2 million d'euros contre une estimation à 1,8 million d'euros de valeur pré-money pour les fondateurs.

Afin d'avancer, il est décidé de « couper la poire en deux » au moment de la levée, ce qui nous conduit au tableau présenté précédemment. Les discussions sur le sujet ont été longues et les fondateurs ont utilisé certains arguments pour justifier la valorisation à 1,8 million d'euros, dont un qui reprend des projections financières à 12 mois ambitieuses sur le résultat opérationnel. L'investisseur réagit en expliquant qu'il émet quelques réserves sur les probabilités d'atteinte de ces projections et accepte cependant de « jouer le jeu ».

Ceci se traduit par la proposition suivante :

- si les projections à 12 mois sont atteintes, la valorisation de l'entreprise à 1,8 million d'euros sera justifiée et l'investisseur acceptera de se diluer ;
- si les projections sont atteintes à 80 %, une valorisation à 1,5 million d'euros, comme celle décidée au départ, sera confirmée ;

- si le niveau d’atteinte des projections passe en dessous du seuil de 80 %, la valorisation sera redescendue à 1,2 million d’euros.

C’est ce que l’on pourrait appeler un « fair deal » (un bon accord), même si finalement tout le monde a intérêt à ce que les projections soient atteintes, et surtout dépassées.

En fonction des différentes valorisations présentées, voici donc comment sera réparti le capital entre fondateurs et investisseur.

Actionnaires	Avant levée		Valorisation à 1,5 M€		Valorisation à 1,8 M€		Valorisation à 1,2 M€	
	Nombre d'actions	% détention	Nombre d'actions	% détention	Nombre d'actions	% détention	Nombre d'actions	% détention
Jean	400	40 %	400	29 %	400	30 %	400	27 %
Marie	400	40 %	400	29 %	400	30 %	400	27 %
Étienne	200	20 %	200	14 %	200	15 %	200	13 %
Investisseur			400	29 %	333	25 %	500	33 %
Nombre total d'actions	1 000	100 %	1 400	100 %	1 333	100 %	1 500	100 %

La levée ayant lieu sur la base d’une valorisation à 1,5 million d’euros, **400 actions** sont émises pour l’investisseur au départ.

Mais alors, techniquement, comment cela va-t-il se passer en cas de valorisation à 1,2 ou à 1,8 million ?

Dans le cas d’une valorisation à 1,8 million d’euros, la part de l’investisseur devra descendre à 25 % du capital, comme cela est bien indiqué ci-dessus. Cependant il n’est pas question d’annuler des actions de l’investisseur ou de revenir en arrière sur l’augmentation de capital. Il

faudra donc faire en sorte que les 400 actions de l'investisseur représentent 25 % du capital. Pour ce faire, on va recalculer le nombre total d'actions sur cette base et émettre pour les fondateurs les nouvelles actions qui permettent de retrouver la parité cherchée.

Concrètement, le calcul sera le suivant :

Nouveau nombre total d'actions = actions détenues par l'investisseur / nouvelle part du capital de l'investisseur

soit :

Nouveau nombre total d'actions = $400 / 25 \% = 1\,600$

Le nombre de nouvelles actions doit donc être de 1 600, au lieu des 1 400 initiales, ce qui représente la création de 200 nouvelles actions qui seront réparties entre les fondateurs.

La nouvelle répartition du capital sera la suivante.

Actionnaires	Nouvelle répartition		Partage nouvelles actions		Valorisation à 1,8 M€	
	Nombre d'actions	% détention	Nombre d'actions	% détention initial	Nombre d'actions	% détention
Jean	400	25 %	80	40 %	480	30 %
Marie	400	25 %	80	40 %	480	30 %
Étienne	200	12,5 %	40	20 %	240	15 %
Nouvelles actions émises	200	12,5 %				
Investisseur	400	25 %	0		400	25 %
Nombre total d'actions	1 600	100 %	200		1 600	100 %

L'investisseur a ainsi été dilué et nos trois fondateurs ont pu se reluer car ils ont atteint leurs objectifs.

Au cas où la valeur de l'entreprise serait de 1,2 million d'euros, on a vu que la part de l'investisseur au capital devrait s'élever à 33,3 %. Là encore, il n'est pas question de faire disparaître des actions des fondateurs, et nous allons devoir trouver un mécanisme qui permette à l'investisseur de se reluer.

Reprenons la formule précédente, mais cette fois dans l'idée que ce sont les fondateurs qui vont être dilués sur une base de 66,66 % du capital.

Nouveau nombre total d'actions = actions détenues par les fondateurs / nouvelle part du capital des fondateurs

soit :

Nouveau nombre total d'actions = 1 000/66,66 % = 1 500

Nous allons donc augmenter le nombre d'actions en le faisant passer de 1 400 à 1 500, soit 100 nouvelles actions émises, au profit de l'investisseur.

La nouvelle table de capitalisation sera alors la suivante.

Actionnaires	Nouvelle répartition		Partage nouvelles actions	Valorisation à 1,2 M€	
	Nombre d'actions	% détention	Nombre d'actions	Nombre d'actions	% détention
Jean	400	26,7 %	0	400	26,7 %
Marie	400	26,7 %	0	400	26,7 %
Étienne	200	13,3 %	0	200	13,3 %
Nouvelles actions émises	100	6,7 %			
Investisseur	400	26,7 %	100	500	33,3 %
Nombre total d'actions	1 500	100 %	100	1 500	100 %

Cette fois, ce sont les fondateurs qui ont été dilués alors que l'investisseur a été relué.

Vous pouvez donc constater que le changement de valorisation pourra s'effectuer plus tard en fonction de règles clairement définies et de manière relativement simple. Je suis assez favorable à cette approche lorsque le sujet de la valorisation est bloquant alors que toutes les parties veulent avancer.

Mais il y a quelques biais que vous devez comprendre. Si nous reprenons notre exemple, on parle d'une valorisation qui dépend de l'atteinte de projections financières (pour rappel, ici, le résultat opérationnel). Que va-t-il se passer au cours de l'année si finalement la société rencontre de nouvelles opportunités de marché et doit investir plus lourdement que prévu en marketing et en ressources humaines, pour des résultats attendus à 24 mois ? Concrètement, cela va se traduire par des charges d'exploitation qui diminueront de manière significative le résultat opérationnel de la société, sans pour autant permettre de générer à court terme du chiffre d'affaires. Le résultat opérationnel va en souffrir de manière significative, diminuant ainsi les chances d'atteindre les objectifs ambitieux annoncés.

Et ceci est d'autant plus dommageable qu'il s'agit d'investissement à création de valeur à plus long terme dont chacun pourra bénéficier, l'investisseur le premier...

Dans une telle situation, vous n'avez pas trop le choix. Il faut revenir vers l'investisseur et rediscuter avec lui des objectifs fixés au moment de la levée en se mettant d'accord sur des projections qui reprennent ces dépenses, ou, faute d'accord immédiat, demander à votre directeur financier d'isoler ces dépenses le mieux possible afin de les présenter séparément lorsque vous ferez le point avec votre investisseur.

Compte tenu de la vitesse à laquelle se passent les opérations dans une start-up, 12 mois représentent une durée parfois trop longue pour ce type d'objectif. Il est bien de la ramener à six mois si cela est possible. Mettre en œuvre ce type d'ajustement sur des durées plus longues est bien entendu possible, mais cela ne peut fonctionner que si vous ne prévoyez pas de nouvelles augmentations de capital entre-temps par exemple, ou bien si vos actionnaires interviennent dans une démarche qui se rapproche plus du « family office » ou du fonds d'investissement de groupe. En effet le fait de lever à nouveau des fonds, en particulier avec de nouveaux investisseurs, va obliger tout le monde à rebattre les cartes et repenser ces mécanismes qui dateront probablement un peu. Des discussions inconfortables sont alors à craindre.

Bien entendu, lorsque nous parlons de création de nouvelles actions, ces dernières ont auparavant été clairement définies, et leur création passe le plus souvent par l'utilisation de **bons de souscription d'actions (BSA)**. Un BSA donne le plus souvent le droit d'acheter une action à un prix défini en amont, souvent au nominal. Ces BSA seront définis dans le pacte d'actionnaires et alloués au « closing¹ ».

Anti-dilution

Il est forcément question dans les cas présentés ci-dessus de situations où l'un des investisseurs ou fondateurs va perdre en pourcentage de détentions des parts à un moment donné.

Les clauses anti-dilution touchent à d'autres sujets. Il s'agit, pour faire simple, de trouver des mécanismes qui

1 - Le « closing » est le jour où la levée se conclut juridiquement.

permettent à l'investisseur de se maintenir à son niveau de parts du capital de l'entreprise, même si la société continue à lever des fonds.

Continuons sur l'exemple précédent. Notre investisseur détient 28,6 % du capital après la première levée de 600 000 euros. Imaginons maintenant que la société se lance dans une seconde levée de 1 800 000 euros pour une valorisation pré-money de 8 400 000 euros, soit 10 200 000 euros post-money. C'est le deuxième investisseur qui investit cette somme. Cela va impliquer l'émission de 300 actions nouvelles d'une valeur chacune de 6 000 euros.

La nouvelle table de capitalisation sera alors la suivante.

Actionnaires	Répartition initiale		Nouvelles émissions	Après levée de 1,8 M€	
	Nombre d'actions	% détention	Nombre d'actions	Nombre d'actions	% détention
Jean	400	28,6 %	0	400	23,5 %
Marie	400	28,6 %	0	400	23,5 %
Étienne	200	14,3 %	0	200	11,8 %
<i>Investisseur 1</i>	<i>400</i>	<i>28,6 %</i>	<i>0</i>	<i>400</i>	<i>23,5 %</i>
Investisseur 2			300	300	17,6 %
Nombre total d'actions	1 400	100 %	300	1 700	100 %

Le premier investisseur voit ainsi sa part de capital passer de 28,6 % à 23,5 %. Même si la valorisation de l'entreprise a nettement augmenté, il n'en reste pas moins qu'en cas de cession, le premier investisseur touchera une part moins élevée du capital. La clause anti-dilution va lui permettre de demander à participer à la nouvelle levée de fonds, afin de maintenir sa part du capital.

Pour pouvoir conserver sa part du capital, soit 28,6 %, il va lui falloir souscrire à 28,6 % x 1 700 actions, soit 486 actions alors qu’il n’en détient à ce stade que 400. Cela représente 86 nouvelles actions auxquelles il va devoir souscrire, sur les 300 nouvelles actions émises.

La nouvelle table de capitalisation sera la suivante.

Actionnaires	Répartition initiale		Nouvelles émissions	Après levée de 1,8 M€	
	Nombre d'actions	% détention	Nombre d'actions	Nombre d'actions	% détention
Jean	400	28,6 %	0	400	23,5 %
Marie	400	28,6 %	0	400	23,5 %
Étienne	200	14,3 %	0	200	11,8 %
Investisseur 1	400	28,6 %	86	486	28,6 %
Investisseur 2			214	214	12,6 %
Nombre total d'actions	1 400	100 %	300	1 700	100 %

Le premier investisseur aura ainsi participé à la levée de 1 800 000 euros, à hauteur de 516 000 euros.

Une clause anti-dilution peut aussi intégrer le droit pour le premier investisseur de décider d’être le seul à investir dans votre entreprise au cours de la deuxième levée. Bien entendu, cela ne devra pas s’effectuer à des conditions moins favorables que ce qui aurait pu être négocié avec un autre investisseur.

Ratchet : une nouvelle protection pour l’investisseur

Le fameux « ratchet » couvre une situation inconfortable pour l’investisseur, pour la rendre encore plus inconfortable pour l’entrepreneur. L’idée est de protéger un

investisseur contre une surévaluation de la société au moment de son entrée au capital. Elle ne fait ainsi que remonter un point toujours aussi sensible autour de la valorisation des start-up et du risque encouru en cas de surévaluation.

Si nous continuons notre exemple, imaginez que la société, après avoir levé les 600 000 euros auprès du premier investisseur à une valorisation de 2 100 000 euros post-money, se trouve dans une situation où elle va devoir chercher à nouveau des investisseurs, mais dans des conditions moins favorables. L'activité a souffert et il est difficile de justifier une valeur de plus de 1 500 000 pour ce nouveau tour de table. L'investisseur va ainsi toujours détenir 28,6 % de la société, mais au lieu que ses parts valent 600 000 euros, elles vaudront 429 000 euros (28,6 % de 1 500 000 euros).

La clause de ratchet va permettre à l'investisseur de se protéger contre un tel événement, et devrait ainsi lui permettre de maintenir la valeur de son investissement. En gros, la clause de ratchet va couvrir ce risque en prévoyant qu'au cas où une nouvelle levée de fonds aurait lieu sur une base de valorisation de l'entreprise inférieure à la valorisation initiale, l'investisseur serait couvert et une « relution » de ce dernier devrait avoir lieu.

Comme pour la clause précédente de dilution/relution, il va s'agir de proposer des bons de souscription d'actions (BSA) à l'investisseur qu'il aura le droit d'exercer uniquement dans le cadre du ratchet. On appelle d'ailleurs ces BSA, des BSA « ratchet ».

Concrètement, cela se passera ainsi :

- Lors de la première levée de fonds, notre investisseur 1 va bénéficier de 400 BSA « ratchet », avec une

valeur d'achat la plus basse possible (le nominal² le plus souvent), soit ici 10 euros.

- La valeur de l'entreprise étant revue à 1 500 000 euros, il convient de revoir la part de capital détenue par l'investisseur.
- Si nous refaisons l'ensemble des calculs, l'investisseur 1 devrait détenir 666 actions, soit 266 de plus que pour la valorisation initiale.
- Il faut donc que l'investisseur 1 exerce 266 BSA « ratchet », ce qui lui permettra d'atteindre le seuil de 666 actions.
- L'exercice de ses 266 BSA se traduira par l'émission et l'achat de 266 actions pour 10 euros l'action, soit un décaissement de 2 660 euros.

Actionnaires	Répartition initiale		BSA octroyés	Souscription BSA ratchet	Nouvelle répartition du capital avec nouvelles valorisations	
	Nombre d'actions	% détention	Nombre d'actions	Actions créées	Nombre d'actions	% détention
Jean	400	28,6 %	0	0	400	24 %
Marie	400	28,6 %	0	0	400	24 %
Étienne	200	14,3 %	0	0	200	12 %
Investisseur 1	400	28,6 %	400	266	666	40 %
Nombre total d'actions	1 400	100 %	400	266	1 666	100 %

Nous allons devoir à présent considérer deux types de ratchet : le « full ratchet » et le « weighted average ratchet ».

2 - La valeur nominale d'une action est sa valeur lors de son émission initiale.

Le « **full ratchet** » est la clause qui reprend exactement la situation que nous venons d'analyser. À chaque levée de fonds qui dévalorise l'investisseur 1, il y aura possibilité pour lui de se reluer.

Dans le cadre d'une clause de « **weighted average ratchet** », la situation est différente. On ne tiendra pas compte simplement d'une levée de fonds, mais on pourra estimer une moyenne de valorisation à partir de l'ensemble des levées de fonds effectuées au cours d'une période donnée. Ainsi dans notre exemple, une levée avec une valorisation qui donnait une action à 900 euros au lieu de 1 500 pourra être compensée au cas où la valorisation serait ensuite revue à la hausse dans le cadre de la levée de fonds suivante. Dans ce cas, il faudra faire la moyenne des valeurs d'actions (c'est cela, la notion de « **weighted average** »). Cette clause est plus raisonnable pour les entrepreneurs, car elle permet de gérer une situation de crise qui peut s'avérer conjoncturelle, en évitant aussi de rajouter une crise interne de l'actionnariat.

La clause de ratchet est une clause à laquelle vous aurez du mal à échapper, mais il existe tout de même quelques moyens de la contrer. Ainsi, il vous est possible de proposer des alternatives. Par exemple, que la clause de ratchet ait une durée limitée. Une clause de ratchet sur 24 mois devrait pouvoir s'avérer suffisante pour couvrir le risque de l'investisseur. Vous pouvez aussi proposer de mettre en place une clause qui annulera le ratchet en cas de nouvelle levée de fonds sur une base de valorisation plus forte que lors de la levée initiale.

Protection et transfert des titres

Quels sont les titres qu'il faut protéger ? Les vôtres ? Ceux de vos investisseurs ?

Le sujet est complexe et nécessite quelques explications. Imaginons par exemple que suite à la première levée de fonds initiée auprès de notre investisseur 1, un des trois fondateurs décide de revendre ses parts. Comment réagira-t-il ?

Imaginons maintenant que cet investisseur décide de transférer ses parts à un autre investisseur. Comment réagiront les trois fondateurs ?

Voilà des cas où le pacte initial de collaboration est d'une manière ou d'une autre brisé. Dans le premier cas, l'investisseur avait parié sur l'équipe et la voit se décomposer, sachant qu'un nouvel actionnaire inconnu risque d'arriver. Dans le second cas, les fondateurs découvrent qu'ils n'auront plus le même investisseur à leur table. Les deux cas peuvent être considérés comme de bonnes ou de mauvaises nouvelles. Et une chose est certaine, il s'agit surtout d'imprévus qui chamboulent tout.

Pour éviter ces situations indésirables, plusieurs clauses sont proposées dans le pacte d'actionnaires, clauses qui auront été validées au préalable dans la lettre d'intention. Ces clauses n'auront pas exactement la même teneur selon la structure de l'entreprise. Les sociétés anonymes et les sociétés par actions simplifiées ont ainsi des spécificités et des contraintes différentes. Mais ce qui est important ici est de bien comprendre la logique de ces mécanismes.

Le droit de préemption

Le principe de la préemption est de donner la possibilité à un actionnaire de racheter les parts des autres actionnaires qui souhaitent les céder.

Par exemple, imaginons que Marie souhaite céder ses 400 titres. Elle a trouvé un repreneur pour un montant de 2 000 000 euros, soit 5 000 euros par titre. Si l'investisseur 1 veut faire jouer son droit de préemption, il devra proposer de racheter les titres de Marie pour ce même montant. Bien entendu, Marie aura dû prouver que cette opération n'était pas fictive et qu'elle détenait bien une offre.

De la même manière, Étienne ou Jean auraient pu eux aussi faire valoir leur droit de préemption.

Une telle opération peut aussi avoir lieu en cas de décès de l'actionnaire. Il est souvent peu envisageable que les héritiers s'investissent de la même manière que les fondateurs dans le projet. Le risque, en cas de décès de Marie, ou d'incapacité, serait ainsi que 28,6 % du capital soit détenu par des personnes qui ne sont pas en phase avec le reste de l'équipe et ne s'impliquent pas. Il faut alors prévoir un mécanisme qui permettrait aux actionnaires en place de racheter les actions de Marie, à un prix de marché.

Attention, on remarquera tout de même que dans certains pactes d'actionnaires, les investisseurs demandent à ce que cette clause soit amendée. En effet, les fonds d'investissement ayant une durée de vie limitée, il n'est pas rare que soit prévue une clause permettant que les titres soient transférés à un autre fonds sous leur gestion si la période d'investissement est un peu plus longue que prévue.

De la même manière, un établissement financier voudra se donner la possibilité de transférer ses titres vers une autre structure, et souhaitera que cela soit précisé dans le pacte. Quant aux fondateurs, ils pourraient par exemple demander en contrepartie de pouvoir placer leurs titres sous une holding financière le jour où cette situation leur serait opportune.

Clause d'agrément

Protéger ses titres peut aussi vouloir dire protéger son territoire...

Ainsi certains fonds d'investissement verront d'un très mauvais œil l'arrivée au capital d'un autre fonds dont ils n'apprécient pas les méthodes, ou bien encore l'arrivée d'un investisseur industriel ou d'un « family office » dont les stratégies à terme pourraient être bien différentes de la stratégie initiale d'investissement.

C'est pour cette raison que vous trouverez très souvent une clause d'agrément qui permet aux actionnaires de valider ensemble l'arrivée de nouveaux investisseurs.

Ces deux dernières clauses peuvent être liées, bien entendu.

L'inaliénabilité des titres

Jean, Marie et Étienne, les fondateurs, ont levé 600 000 euros auprès de l'investisseur 1, en mettant en avant leur équipe et des projections à moyen terme. Ce dernier va alors vouloir s'assurer de l'implication des fondateurs et imposer une clause de transfert de titres qui aura pour objectif d'empêcher les fondateurs de vendre leurs actions pendant une période donnée.

Pendant cette période, il sera ainsi impossible à Marie, par exemple, de céder la moindre action, sauf dans le

cas d'opérations bien spécifiques que nous verrons ensemble dans les pages qui suivent.

La durée peut varier de deux à cinq ans, ce qui est long pour une start-up. Il existe cependant ce que l'on appelle la « clause de respiration », qui pourra permettre à l'entrepreneur de vendre une partie de ses actions, à un moment donné, dans des conditions particulières.

La séparation

Si Frédéric Beigbeder affirme que « l'amour dure trois ans », on sait en financement que la relation avec un investisseur durera rarement plus de cinq ans. Toutes les belles aventures ont une fin. Une chose est certaine : il est bel et bien convenu que vos chemins se séparent un jour. C'est même prévu dans votre pacte ! Encore faut-il que tout se passe pour le mieux.

Le meilleur contrat de mariage est celui qui anticipe au mieux la séparation : votre départ de l'entreprise, quelles qu'en soient les conditions, le départ de l'investisseur, la vente de l'entreprise, l'introduction en Bourse, etc. Même si ce n'est pas forcément un sujet qui fait plaisir ou avec lequel vous êtes à l'aise, il faut l'anticiper au mieux. Vous comprendrez ainsi par exemple que partir en « good leaver » ou « bad leaver » n'aura pas le même impact pour vous.

Une séparation dans le cadre d'une cession de parts peut très bien se passer, mais faites toujours attention à ce que votre investisseur n'encaisse pas tout à votre place. Toutes ces modalités de départ et de séparation, bien négociées initialement, rendront nettement plus facile une situation toujours complexe à gérer, qu'elle soit de votre initiative, de celle de vos investisseurs, ou de tous.

Une sortie conjointe ou forcée ?

Rappelons-nous toujours que l'investisseur a pour métier d'investir dans le but de retirer des fruits de la cession à terme de l'entreprise ou de son entrée en Bourse. Les clauses portant sur la cession des titres vont donc avoir un poids particulier dans le cadre des négociations du pacte d'actionnaires et de la lettre d'intention. C'est d'autant plus important que l'investisseur ne détient normalement pas la majorité des parts de l'entreprise et qu'il va pourtant souhaiter peser sur les décisions relatives aux sorties.

Plusieurs clauses vont ainsi être proposées à la négociation. Ici encore, les anglicismes pullulent...

Nous parlerons de **clauses de « tag-along » ou « drag-along »**. Il s'agit de clauses qui vont déterminer le processus de sortie conjointe (« along ») des actionnaires, qu'elle soit optionnelle (« tag-along ») ou obligatoire, pour ne pas dire forcée (« drag-along »).

La clause de sortie conjointe optionnelle, « tag-along », va ainsi permettre à tous les actionnaires de l'entreprise, quels qu'ils soient, de céder tout ou partie de leurs actions, au moment où un des actionnaires sera lui-même en train de céder une partie de ses titres ou leur totalité. Les conditions devront être les mêmes.

Imaginons dans notre exemple que l'investisseur 1 décide de vendre 20 % de ses 400 actions, soit 80 actions au prix de 3 000 euros l'action. Il va ainsi toucher 240 000 euros pour cette cession. Les autres actionnaires pourront quant à eux céder aussi 20 % de leurs actions, soit respectivement pour Jean, Marie et Étienne, 80, 80 et 40 actions ; 200 actions en tout. L'investisseur qui rachète les actions de l'investisseur 1 devra ainsi déboursier non seulement 240 000 euros, mais encore

racheter les 200 actions si les fondateurs décident de les vendre.

L'opération peut se faire de plusieurs manières. Soit l'investisseur 1 rachète les titres des autres actionnaires et vend l'ensemble au nouvel investisseur, soit le nouvel investisseur se charge lui-même du rachat conjoint, ce qui peut être parfois plus lourd.

La clause de sortie forcée, « drag-along », est nettement plus radicale. Il va ainsi être décidé que selon certaines conditions prédéfinies, si un ou plusieurs des actionnaires décident de céder leurs parts, tous les autres actionnaires devront faire de même, aux mêmes conditions. L'idée ici est de permettre aux investisseurs, si une opportunité de sortie se présente, de forcer l'ensemble des actionnaires à les suivre. C'est une clause très fréquente dans les pactes d'actionnaires, car elle permet surtout d'éviter qu'un actionnaire ne détenant que quelques actions décide de ne pas céder ses actions, et complique par là-même toute négociation.

En temps normal, une telle clause n'est exerçable qu'à partir d'une large majorité des droits de vote. Mais il n'est pas rare cependant de voir les investisseurs, malgré leur faible part du capital, demander à ce que cette clause s'applique par exemple au bout d'un certain temps, sur la simple demande de la majorité des investisseurs, hors fondateurs.

Dans notre exemple, si l'investisseur 1 a une opportunité de cession de ses 400 titres à 3 000 euros par action, il pourra exiger que les autres actionnaires cèdent eux aussi leurs parts au nouvel investisseur. Il aura ce droit et ce malgré sa minorité capitalistique, si la clause n'est pas suffisamment sous contrôle.

Comme pour le ratchet, il est tout de même possible de demander à ce que certaines conditions soient réunies pour que la clause de drag-along soit appliquée. Par exemple, vous pouvez demander à ce que cette clause ne soit appliquée qu'au cas où le prix de vente dépasse un certain seuil, faute de quoi vous pourriez mettre en avant un droit de veto. Vous pouvez également exiger que cette décision soit prise par une très large majorité des investisseurs, vous laissant aussi le droit de donner votre avis. En résumé, si cette clause est radicale dans ses conséquences, charge à vous, avec l'aide de votre avocat, de faire des propositions qui vous permettent de limiter la marge de manœuvre des investisseurs.

La clause de liquidité

Cette clause prévoit un rendez-vous qui permettra de prendre une décision quant à la poursuite de l'aventure de la start-up. C'est une clause qui permet à tous les investisseurs d'aligner leurs objectifs et de s'entendre sur les délais et les conditions d'une revente ou encore d'une introduction en Bourse.

Une telle clause est néanmoins souvent difficilement applicable, car elle anticipe une situation, peu prévisible, souvent à une échéance de cinq ans.

Anticiper les conditions de vente : la liquidation préférentielle

Surnommée la « liquid pref », cette clause est très fréquente dans les pactes d'actionnaires, à partir du moment où un fonds d'investissement entre à votre capital. Le principe de la liquidation préférentielle revient à permettre à l'investisseur de s'assurer que, dans le cas

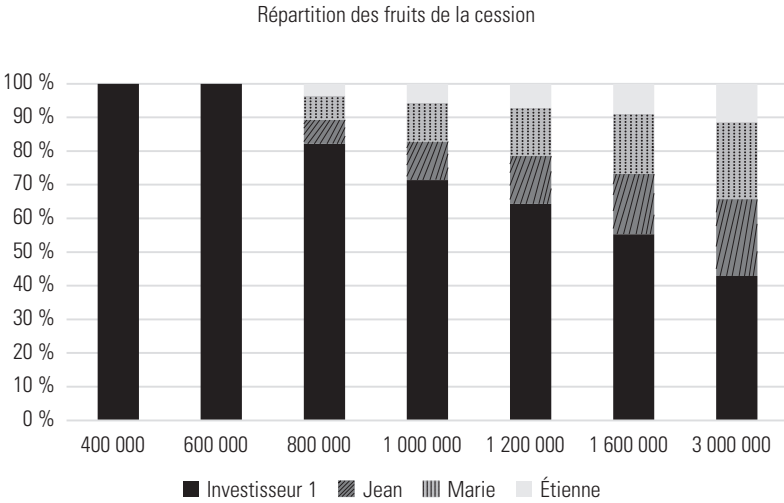
d'une cession totale des parts de l'entreprise, sa mise initiale lui sera remboursée en priorité.

Reprenons notre exemple, avec notre investisseur 1. Imaginons que le pacte indique une clause de liquidation préférentielle au bénéfice de l'investisseur. Si la société est vendue 1 000 000 euros, l'investisseur commencera par récupérer sa mise initiale, soit les 600 000 euros versés. Il restera alors à se répartir le reste, soit : 1 000 000 euros – 600 000 euros. Ces 400 000 euros restants vont donc être partagés selon la répartition capitalistique que l'on connaît. C'est ainsi que l'investisseur percevra 28,6 % des 400 000 euros restants, soit 114 400 euros, Jean et Marie toucheront la même chose, et Étienne percevra 57 200 euros. Lors de la cession des titres, l'investisseur 1 aura alors touché 714 400 euros, sur une vente de 1 000 000 euros, alors que lui-même ne détient que 28,6 % du capital.

Voici un tableau qui présente la répartition des fruits d'une cession, en fonction de plusieurs montants de cession, et dans le cadre de l'application d'une clause de liquidation préférentielle à hauteur du montant apporté par l'investisseur.

Montant cession	Liquidation préférentielle	Reste à répartir	Investisseur 1			Jean	Marie	Étienne
			Liquid pref	28,6 %	Total	28,6 %	28,6 %	14,3 %
400 000	600 000	0	400 000	0	400 000	0	0	0
600 000	600 000	0	600 000	0	600 000	0	0	0
800 000	600 000	200 000	600 000	57 200	657 200	57 200	57 200	28 600
1 000 000	600 000	400 000	600 000	114 400	714 400	114 400	114 400	57 200
1 200 000	600 000	600 000	600 000	171 600	771 600	171 600	171 600	85 800
1 600 000	600 000	1 000 000	600 000	286 000	886 000	286 000	286 000	143 000
3 000 000	600 000	2 400 000	600 000	686 400	1 286 400	686 400	686 400	343 200

Voici maintenant le graphe qui reprend le tableau précédent et montre en pourcentage la part qui revient à chacun.



Vous constaterez que les 28,6 % de parts du capital détenues par l'investisseur 1 ne se traduisent pas dans les faits.

Je vous invite à mettre en place ce type de tableau de calcul, afin de bien identifier les différentes situations possibles et plus ou moins favorables. Mais continuons à analyser les clauses de liquidation préférentielle, et en particulier les différentes opportunités de négociation qui se présentent à vous.

Il n'est pas rare dans certains pays, comme aux États-Unis, mais aussi parfois en France, de rencontrer des clauses de liquidation préférentielle où l'investisseur ne réclame pas seulement comme versement prioritaire le montant qu'il avait investi initialement, mais un multiple de ce montant. Dans notre exemple, l'investisseur 1

pourrait ainsi réclamer une liquidation préférentielle à coefficient 3. Cela signifierait qu'il recevrait 1 800 000 euros, avant toute répartition entre actionnaires.

Il m'est arrivé de voir des clauses proposées par des investisseurs aux États-Unis avec des coefficients de 5. Il n'est pas rare de rencontrer ce type de coefficient. Vous comprendrez alors que la valorisation de l'entreprise n'a plus beaucoup de sens.

J'ai ainsi le souvenir d'une start-up française qui a rencontré plusieurs fonds d'investissement aux États-Unis, dont l'un des plus importants de la Silicon Valley. Ce dernier proposait une lettre d'intention pour une levée de 20 millions de dollars, sur une valorisation pré-money de 130 millions de dollars. Comment ne pas céder au chant des sirènes ?

Mais la lettre d'intention mentionnait aussi une clause de liquidation préférentielle à coefficient 5. Cela signifiait que les premiers 100 millions de dollars issus des fruits de la cession des titres de l'entreprise entreraient dans la poche du VC prestigieux. Voilà qui fait réfléchir, non ?

L'entrepreneur en question, lui, a bien réfléchi et préféré lever un montant moindre, mais avec des investisseurs moins gourmands.

La clause de liquidation que nous venons de voir s'appelle la clause de liquidation préférentielle « **full participating** ».

Il vous sera possible de négocier une clause de liquidation préférentielle aménagée, permettant de limiter l'impact de la liquidation préférentielle. J'ai vu par exemple une clause qui proposait que si les investisseurs bénéficiaient de leur clause de liquidation préférentielle, les fondateurs pouvaient ensuite à leur tour bénéficier d'un montant fixe versé à chacun d'entre eux, avant une répartition du solde.

Une autre possibilité est d'exiger que, dans le cadre de l'exercice de la clause de liquidation préférentielle, les investisseurs ne puissent pas en bénéficier avant que le montant de la cession ne dépasse un prix plancher fixé initialement.

Enfin, une clause de liquidation « **non participating** » permettra bien entendu aux investisseurs de percevoir le montant qui leur est dû selon la clause, puis de répartir le reliquat entre les autres actionnaires, évitant ainsi tout paiement supplémentaire aux investisseurs.

Le cumul des clauses de liquidation préférentielles

Le mode de fonctionnement est simple, on le nomme FIFO (« First In, First Out » ou « premier entré, premier sorti »).

À force de lever des fonds, vous allez créer des actions préférentielles « série A », « série B », etc. Chaque type d'action préférentielle aura de fortes chances de bénéficier de conditions de liquidation préférentielle.

La méthode FIFO s'appliquera ainsi : l'émission d'actions série B qui donne lieu à une première liquidation préférentielle du montant du financement de l'investisseur, puis une série A qui elle aussi détient des conditions particulières de liquidation préférentielle. Il faudra alors boucler l'ensemble de ces liquidations avant de pouvoir espérer encaisser le moindre euro.

Reprenons notre exemple.

Souvenez-vous qu'un investisseur 2 est entré au capital pour 1 800 000 euros avec une valorisation post-money de 10 200 000 euros. Imaginons qu'il ait exigé une clause de liquidation préférentielle à hauteur de son investissement. Et que ce soit aussi le cas de l'investisseur 1

pour ses 600 000 euros. C'est l'investisseur 2, avec ses actions série B, qui est prioritaire.

Voici alors une simulation de la répartition des fonds en cas de cession.

Montant cession en euros	Liquidation préférentielle Séries B	Reste à répartir entre tous	Liquidation préférentielle Séries A	Reste à répartir entre tous
1 600 000	1 800 000	0	0	0
2 000 000	1 800 000	200 000	0	0
2 400 000	1 800 000	600 000	600 000	0
2 800 000	1 800 000	1 000 000	600 000	400 000
3 500 000	1 800 000	1 700 000	600 000	1 100 000
5 000 000	1 800 000	3 200 000	600 000	2 600 000
10 000 000	1 800 000	8 200 000	600 000	7 600 000

Ce tableau est édifiant ; et si j'ajoutais un investisseur 3, je ne ferais que remuer le couteau dans la plaie...

Attention aux mauvaises combinaisons

Attention à la bonne articulation des clauses. Elles doivent en effet être analysées dans leur ensemble, car certaines ont un impact sur les autres. À titre d'exemple, une clause de « tag-along » et un droit de préemption pourraient donner lieu au rachat par l'un des actionnaires existants de l'ensemble des actions appartenant à tous ceux qui souhaiteraient vendre.

Reprenons notre exemple. Notre investisseur 1 a décidé de revendre ses 400 titres pour 300 euros l'unité. Marie souhaite exercer son droit de préemption, mais Jean souhaite exercer la clause de tag-along, cédant ainsi lui aussi ses 400 titres. Dans ce cas, Marie se trouvera dans l'obligation de racheter les titres de l'investisseur 1 ainsi

que ceux de Jean, ce qui représente une somme de 2 400 000 euros pour le rachat.

Voici un autre exemple de possible mauvaise combinaison : lorsque drag-along et liquidation préférentielle ne sont pas bien négociées. Dans le cadre du Startup Leadership Program³, un programme international d'accélération de start-up dont j'ai lancé l'activité française en 2012, nous avons l'habitude de proposer un exercice dont le résultat est toujours très intéressant. Nous mettons en face à face des entrepreneurs et de vrais investisseurs, avec lesquels ils doivent négocier une lettre d'intention factice. Les discussions durent environ trois heures et nous faisons le point sur les résultats issus des négociations de chaque groupe. Il va de soi que, pour l'exercice, la lettre d'intention contient des pièges que les investisseurs identifient bien entendu très rapidement. Ce qui n'est cependant pas forcément le cas des entrepreneurs, notamment pour ce qui concerne la combinaison des clauses de sortie conjointe et de liquidation préférentielle.

Ainsi les entrepreneurs sortent de l'exercice heureux, pensant avoir « bien négocié » la valorisation de l'entreprise, mais ont juste oublié que cela ne suffisait pas, et qu'ils ont finalement pris un gros risque.

Imaginez que vous leviez 20 millions d'euros auprès d'un investisseur, et que ce dernier demande une clause de liquidation préférentielle à coefficient double. Imaginez maintenant qu'une clause de drag-along mal négociée précise que si, au bout de trois années, aucune opération n'a été effectuée, l'investisseur peut exercer son droit d'obligation de vente conjointe.

3 - Plus d'informations sur <http://startupleadership.com>.

Et maintenant, projetez-vous dans trois ans. La société s'est développée et a pris un peu de valeur. L'investisseur vient vous voir et vous explique qu'il a reçu une offre pour ses titres et ceux de l'ensemble des actionnaires pour un montant de... 40 millions d'euros. Il considère que le prix est raisonnable et il a besoin de liquidités. Il décide de vendre, et comme les trois ans sont passés, il vous demande de vendre aussi vos titres... En fait, il ne demande rien, il exige.

Les 40 millions vont alors être répartis en fonction de la clause de liquidation préférentielle. Devinez la suite ? Les 40 premiers millions sont pour l'investisseur. Il reste donc à se répartir entre actionnaires le reliquat, soit zéro euro. Vous et vos associés avez tout perdu.

Même s'il s'agit d'un cas extrême, vous comprendrez qu'il faut rester vigilant sur chaque sujet, et même idéalement écrire noir sur blanc l'ensemble des scénarios possibles, tels que vous les comprenez dans le pacte. Faites ce travail avec votre avocat. Le simple fait d'écrire les conséquences des différentes clauses va vous permettre de revenir vers les investisseurs en pointant du doigt les situations qui peuvent vous mettre mal à l'aise. Il se peut d'ailleurs très bien qu'eux-mêmes aient une autre interprétation de certaines de ces clauses et qu'ils ne voient pas les choses comme vous, que ce soit en votre faveur ou non.

Une sérieuse discussion autour de ces sujets vous évitera donc probablement des situations cauchemardesques dans quelques années.

Le départ des fondateurs

Les investisseurs vous font confiance. Ils ont investi dans votre projet, mais ils ont aussi choisi l'ensemble de

l'équipe déjà constituée et les fondateurs en particulier. C'est la raison pour laquelle leur objectif est de se rassurer sur leur engagement, tant en termes de présence dans l'entreprise que de comportement.

Pour anticiper et sanctionner des comportements qui ne conviendraient pas à l'entreprise et aux investisseurs, il n'est pas rare que plusieurs clauses relatives au départ des fondateurs soient mises en place. On parlera ainsi de clauses de « good leaver » (bon partant) ou de « bad leaver » (mauvais partant).

Good leaver

Bénéficiera de la clause de good leaver, le fondateur (ou tout autre homme clé actionnaire, s'il en est décidé ainsi) qui quitte la société dans le cas d'un licenciement pour cause réelle et sérieuse ou d'une situation d'incapacité.

L'idée ici n'est pas de sanctionner un good leaver. Soit ce dernier se retrouve dans une situation personnelle qui l'empêche de mener à bien sa mission, soit les investisseurs ont considéré qu'il avait fait son travail, mais qu'il n'est plus aujourd'hui à sa place au sein de l'entreprise. Dans ces deux cas, il n'est pas question que le fondateur soit sanctionné. Son départ de la société est acté, et il va devoir vendre ses parts, à des conditions préétablies dans cette clause du pacte.

Une formule de calcul est établie afin de déterminer le prix de rachat des actions, et les conditions de ce rachat. Le plus souvent, le prix de rachat est proche d'une valeur de marché, avec une décote liée au nombre des années passées depuis la levée. Encore faut-il savoir définir cette valeur de marché, et l'appel à une expertise extérieure est souvent requise.

Dans notre exemple, si Marie quitte l'entreprise dans le cadre de la clause de good leaver, et ce juste après la première levée de fonds, la valeur de ses titres sera estimée à 28,6 % de la valeur de l'entreprise, soit 600 000 euros. Mais cela ne veut pas forcément dire que ce sera la valeur de sortie prise en compte. Une décote sera très probablement mise en place. Plus le départ sera proche de la levée, plus la décote sera forte. Si Marie quitte l'entreprise plus tard et qu'il est difficile de se baser sur cette dernière valorisation « officielle », il conviendra de demander à ce que la valeur de l'entreprise soit expertisée.

Bad leaver

Au statut du « good leaver » s'oppose celui du « bad leaver », le mauvais partant.

Le bad leaver quitte l'entreprise dans des conditions conflictuelles, ou du moins qui ne permettent pas un bon fonctionnement de l'entreprise. Il s'agit d'un départ dans le cadre d'un licenciement pour faute grave ou lourde, du non-respect du pacte d'actionnaires ou encore d'une démission, même si le cas de la démission est parfois repris dans une autre clause, que l'on appelle la clause de « claw back », que nous étudierons juste après.

Le point qui suit est très important et peut vous aider dans les négociations de cette clause. En effet, les actionnaires qui ne respecteraient pas le pacte (clauses de non-concurrence, confidentialité, etc.) peuvent être considérés comme « bad leavers ». Mais qui sont ces actionnaires ? Il ne s'agit pas simplement de vous, fondateurs ou primo-investisseurs. Vous pouvez tout à fait, dans le cadre de la discussion, rappeler que les investisseurs sont eux aussi des actionnaires, et que

la clause de bad leaver peut dans ce cas les concerner aussi.

J'ai assisté à beaucoup de longues discussions pour cette clause : souvent les avocats ne se lassent pas de palabres interminables. En fin de compte, les investisseurs arrivent souvent à s'extirper de cette clause, mais comme dans une négociation c'est toujours « donant-donnant », ce que vous accorderez sur un point pourra vous donner l'opportunité d'obtenir autre chose ensuite.

Pour revenir aux sanctions de la clause de bad leaver, c'est assez simple. Les actions du « mauvais partant » vont être rachetées à des conditions très basses. Le plus souvent, il est constaté que le rachat s'effectue au montant nominal des actions. Ses autres titres (BSA, stock-options...) seront purement et simplement annulés.

Imaginez que Marie ait fait une faute telle qu'elle doive quitter l'entreprise dans des conditions de bad leaver. Elle détient 400 actions, au nominal de 10 euros. Elle devra alors revendre ses actions pour 4 000 euros, quelle que soit la valeur de l'entreprise.

Le départ est ainsi sanctionné lourdement, et, dans le cadre d'un licenciement, cela peut même être considéré comme une double sanction.

La clause de bad leaver est directement issue du droit des sociétés anglo-saxonnes. En droit français, les décisions des cours d'appel et les arrêts de la cour de cassation montrent que la mise en œuvre de cette clause n'est pas aussi simple, et que les conditions d'un rachat d'actions à forte décote n'est pas une évidence pour les juges.

Affaires à suivre !

Claw back

La clause de « claw back » a été introduite par les instituts financiers pour limiter, voire récupérer, les bonus des collaborateurs en cas de crise financière.

C'est aussi le nom qui est donné à la clause permettant de racheter les parts d'un fondateur qui quitterait l'entreprise dans le cadre d'une démission, et ce dans des délais trop courts.

Ainsi, il sera considéré qu'un fondateur démissionnaire devra revendre tout ou partie de ses titres avec des décotes exceptionnelles selon qu'il quitte l'entreprise au bout de six mois, un an, deux ans... Bien entendu, plus vite le fondateur s'en ira, plus basse sera la valeur de l'action.

Cette clause est parfois intégrée dans la clause de bad leaver, mais le plus souvent elle est isolée, car les conditions de rachat des titres sont différentes.

Management package

Il va de soi que la négociation de la levée de fonds va de pair avec celle des conditions de rémunération et d'intéressement des fondateurs, le fameux « management package ».

Comme nous l'avons vu, cette transaction recouvre un grand nombre de sujets, tous négociables. Vous allez ainsi avoir l'occasion de discuter avec les investisseurs de sujets comme votre rémunération mensuelle, les primes éventuelles, et aussi des plans de stock-options, d'actions gratuites ou de BSPCE⁴. Mais vous allez voir

4 - Bons de souscription de parts de créateur d'entreprise. Un outil dédié aux jeunes entreprises.

que ce package intégrera à nouveau des clauses à regarder avec attention.

Dans le cadre du business plan, vous avez prévu une rémunération des fondateurs. Elle est souvent très basse, et peut être considérée comme définitive par l'investisseur dans le cadre de sa revue dudit business plan. C'est la raison pour laquelle j'ai tendance à pousser les fondateurs à ne jamais oublier de se rémunérer de manière raisonnable. L'objectif des investisseurs est de vous garder et de vous motiver. Une rémunération fixe est rarement un vrai outil de motivation. Le salaire tombe tous les mois, que vous performiez correctement ou que vous « surperformiez ». Un bonus en fonction d'un objectif peut être une solution mais il a des impacts possibles sur la trésorerie, et entre le montant net que vous percevrez et celui payé par l'entreprise la différence sera du simple au double.

En revanche, le fait de proposer des titres en contrepartie d'une excellente performance a du sens. Sans impact sur la trésorerie, cela vous permet de reprendre quelques actions supplémentaires et de devenir peut-être plus riche à terme. C'est par ailleurs quasiment indolore pour les investisseurs qui, si vous surperformez, verront la valeur de l'entreprise croître aussi de manière plus forte qu'espéré, alors qu'ils n'auront perdu que quelques pourcentages de capital. C'est une démarche « gagnant-gagnant ».

Utilisez donc ces arguments pour proposer de mettre en place une solution qui vous convienne et qui vous motive, vous et vos associés, pour les prochaines années.

Attention ! Le management package n'est pas simplement destiné aux fondateurs. Dans la même logique, l'ensemble des personnes clés de l'entreprise pourraient

aussi en bénéficier à leur niveau. C'est pour cela que le management package doit idéalement prévoir un lot de BSPCE attribuables aux collaborateurs. Cette attribution n'est pas forcément fixée lors de la signature du pacte, mais l'enveloppe, elle, le sera.

Il n'est pas rare ainsi de trouver dans les pactes des enveloppes représentant 3 % à 6 % du capital, allouées aux associés et aux personnes clés de l'entreprise. Si cette enveloppe est là pour vous motiver, elle doit aussi être utilisée pour motiver ces personnes clés qui feront de votre projet le succès que vous en attendez.

Le management package n'est cependant pas seulement une lettre au père Noël. Il y aura des points importants, à discuter bien entendu, qui vont être mis en place à nouveau pour protéger les investisseurs.

Il vous sera ainsi demandé par exemple une clause d'exclusivité, qui ne vous permet pas d'effectuer la moindre autre activité professionnelle pendant la période de votre engagement envers la société. Cela vous paraît évident, mais lorsque l'entreprise ira mal et que vous ne pourrez plus vous payer, vous serez sans doute bien content de trouver un poste d'appoint à quart-temps ou à mi-temps afin de payer votre loyer... Une telle clause pourrait vous empêcher de le faire. Faites attention si un jour votre investisseur apprend que vous donnez des cours dans une école alors que vous vous êtes engagé à travailler uniquement pour l'entreprise...

Je vous invite donc lors de la négociation du pacte à lister auprès des investisseurs l'ensemble de vos activités professionnelles ou associatives, mandats sociaux, enseignement, etc. Charge à vous de vous mettre d'accord avec eux pour identifier les activités que vous pouvez continuer.

Un engagement de non-concurrence va aussi vous être demandé tant que vous serez actionnaire de l'entreprise et souvent pendant les 12 ou 24 mois qui suivront. L'idée est bien entendu que vous ne puissiez pas travailler pour un acteur concurrent, encore faut-il que la notion de concurrence soit clairement définie. Tant que vous serez actionnaire, les investisseurs auront la plus grande facilité à se retourner contre vous et à vous racheter vos parts à moindre coût. Mais ne vous avisez pas non plus de briser cet engagement même après avoir cédé toutes vos parts. Vous pourriez avoir du mal à vous en remettre. Vous aurez compris, à la lecture de ces paragraphes, que le fait de rompre un de ces engagements donne lieu à un départ en... « bad leaver ».

Organiser la gouvernance

La gouvernance de la start-up est un réel sujet, là encore parfois quelque peu laissé de côté par les entrepreneurs qui, focalisés sur leur part dans l'entreprise après la levée de fonds, oublient qu'une grande partie des décisions clés de l'entreprise vont se prendre au sein du fameux « board ». Encore une terminologie anglo-saxonne pour finalement évoquer ce que l'on nommera le plus fréquemment dans une société par actions simplifiée le « comité stratégique » et dans une société anonyme le « conseil d'administration ».

Les règles établies au sein d'une société anonyme sont relativement figées : sept administrateurs minimum, un président, un directeur général, et de nombreuses obligations légales que nous ne détaillerons pas ici.

Le régime de la société par actions simplifiée est nettement plus souple, pour ce qui concerne la gouvernance d'entreprise.

Les investisseurs vont souhaiter entrer au sein des conseils ou comités, mais ne souhaiteront jamais prendre une part active dans la gestion de l'entreprise. Ce n'est pas leur métier. Même si bon nombre d'entre eux n'hésiteront pas à mettre la main à la pâte en cas de situation complexe, ou bien à faciliter des mises en relations, il y a de grandes chances pour que les investisseurs se limitent à souhaiter « une place au board⁵ ».

Ils demanderont de la même manière que leur position d'administrateur soit couverte par une assurance spécifique. Cette assurance est importante et ne va pas uniquement couvrir les investisseurs, mais tout administrateur de la société.

C'est donc dans le pacte d'actionnaires, ou parfois déjà dans la lettre d'intention que les règles de gouvernance vont être mises en place.

La constitution du board n'est pas simplement un sujet stratégique lié aux votes et marges de manœuvre possibles de chacun. C'est lui qui doit impulser la stratégie de l'entreprise et s'assurer que cette dernière respecte les orientations ainsi décidées. Les administrateurs ont pour mission d'œuvrer dans l'intérêt social de l'entreprise. C'est un élément important qui pourra être utilisé dans les différentes discussions menées. Il faut donc faire en sorte que le board soit un réel organe d'échanges et non une assemblée où l'on arrête les comptes une fois l'an.

Les investisseurs souhaiteront avoir une ou plusieurs places dans ce board, mais ils vous laisseront souvent la majorité des sièges. Cela reste votre entreprise, et ils ne sont que minoritaires. Vous allez ainsi souvent mettre en place un board avec un nombre de voix impair, ce

5 - J'appellerai « board » le comité stratégique ou tout autre organe de gouvernance équivalent.

qui facilitera les prises de décisions. S'il n'y a pas assez de membres fondateurs, vous aurez la liberté de mettre en place un vote double par exemple pour les fondateurs ou bien encore de demander à pouvoir nommer un ou plusieurs autres administrateurs. Je recommande cependant un board le plus restreint possible, avec cinq ou sept membres au grand maximum. L'intérêt d'avoir sept membres est que cela permet de se préparer à un passage en société anonyme, même si dans ce cas je conseillerais peut-être de procéder directement à ce changement de structure.

Le board doit se réunir de manière régulière, mais il est préférable que la fréquence ne soit pas non plus trop contraignante. Ainsi un board par trimestre ou tous les deux mois peut suffire amplement, si l'information circule correctement. Je déconseille le board mensuel, en particulier pour les petites structures, pour avoir trop vu d'entrepreneurs passant un temps considérable tous les mois sur la production d'informations en tout genre pour leur présentation PowerPoint et ensuite sur la rédaction du compte rendu du conseil. D'autant que même si la vie en start-up évolue rapidement, il n'est pas évident que l'on ait toujours des tonnes de choses à se raconter d'un mois sur l'autre.

Attention aux droits de vote !

Même si les investisseurs sont minoritaires, ils souhaiteront pouvoir peser sur certaines décisions prises au sein du board.

C'est ainsi qu'ils prévoiront dans le pacte d'actionnaires de bénéficier de droits de veto sur certaines opérations stratégiques de l'entreprise, comme par exemple toutes les opérations de rachat d'entreprise, de cession de

fonds de commerce ou de propriété intellectuelle, ou encore toute évolution, quelle qu'elle soit, du capital de la société. Si un droit de veto peut s'exercer, vous pouvez cependant demander à ce que son utilisation soit argumentée.

En revanche, sur d'autres prises de décision, il sera souvent décidé qu'une majorité plus ou moins forte se soit prononcée. Il n'est pas rare que les investisseurs demandent qu'au moins un représentant des investisseurs au sein du board soit associé à la prise de décision majoritaire.

Le spectre de ces décisions peut être très large. Voici un exemple de clause que j'ai pu voir lors d'une levée.

« Toute action envisagée dans les domaines énumérés ci-après devra être soumise à l'examen et à l'approbation à la majorité simple des voix des membres présents ou représentés du comité stratégique, cette majorité devant comprendre le vote favorable de deux investisseurs pour :

- arrêter et réviser le budget annuel présenté par les fondateurs de la société, ainsi que toute orientation stratégique ;*
- réaliser tout investissement ou acquisition d'un montant supérieur ou égal à 80 000 euros HT, non prévu au budget ;*
- contracter tout crédit, contrat de leasing et emprunt, à long ou moyen terme, non prévu au budget d'un montant supérieur ou égal à 80 000 euros ;*
- octroyer, au nom et pour le compte de la société ou de l'une de ses filiales, toute garantie, nantissement, caution, aval ou engagement financier à des tiers ;*
- recruter tout salarié dont le salaire annuel brut serait supérieur à 75 000 euros ;*
- augmenter les salaires ou la rémunération des fondateurs ou des dirigeants de plus de 5 % par an ;*

- *réaliser tout financement de projets industriels et bâtiments mis en place par la société ;*
- *procéder à toute cession, tout transfert et abandon par la société, non prévus au budget, d'un actif corporel ayant une valeur comptable d'origine supérieur à 50 000 euros HT ou incorporel, en ce compris toute participation ou élément tangible du fonds de commerce ;*
- *octroyer tout contrat de distribution exclusive ;*
- *nommer un intermédiaire financier pour toute nouvelle levée de capitaux, pour une introduction en Bourse ou pour une cession de la société ;*
- *toute modification des statuts de la société ;*
- *initier un licenciement, une rupture conventionnelle ou la révocation d'un salarié clé ou mandataire (rémunération supérieure à 75 000 euros) au sein de la société ;*
- *toute distribution de dividendes ainsi que tout versement d'acompte sur dividendes. »*

Imaginons que suite à la mise en place de cette clause, un des fondateurs recrute un collaborateur pour 80 000 euros annuels bruts, sans s'être rendu compte qu'il avait dépassé le seuil. Il sera alors fautif, et le non-respect de la clause pourrait donner lieu à un départ en bad leaver. Une bonne raison pour demander une « zone de rectification » qui vous permette de corriger le tir en cas d'oubli de votre part.

Les membres du board devront par ailleurs pouvoir obtenir de manière régulière un certain nombre d'informations financières et opérationnelles clés. Ce sont ce que nous appellerons des éléments de « reporting », envoyés parfois tous les mois et surtout expliqués et détaillés lors des boards. C'est ce qu'on appelle le droit à l'information.

Autre droit que vous rappelleront les investisseurs : le droit d'audit, qui permet au board de demander à initier des missions d'audit ciblées.

Les garanties octroyées

Connue sous le nom de « contrat de garantie d'actif et de passif », la GAP est un document particulièrement important pour les fondateurs : ils prennent parfois des risques inconsidérés.

Nous venons de voir que les investisseurs cherchaient absolument à se protéger sur leurs parts de l'entreprise et leurs conditions de sortie. Ces éléments sont directement liés au futur de votre entreprise. Mais qu'en est-il du passé ?

Lorsqu'il entre à votre capital, et même s'il a demandé à ce qu'un processus d'audit (la fameuse due diligence) soit initié, l'investisseur veut tout de même se rassurer sur le fait que le passé de l'entreprise ne va pas lui coûter d'argent. C'est la raison pour laquelle il va demander à bénéficier de garanties sur les actifs et les passifs de l'entreprise. On retrouve ici la notion comptable du bilan d'une entreprise, même si les garanties pourraient aller au-delà.

Les investisseurs vont souhaiter que les ajustements négatifs intervenant *a posteriori* sur le bilan de la société lui soient en quelque sorte remboursés, même si ce n'est pas le terme exact.

Le principe est donc simple. Votre investisseur va tout d'abord vous demander de garantir que les éléments que vous lui avez transmis sont sincères. Vous allez ainsi renseigner ce que l'on appelle en français des « déclarations », mais que l'on appelle dans le jargon de la levée de fonds les « representations and warranties »

(« Reps & Warranties »). Dans ce document, vous allez faire un certain nombre de déclarations qui permettront d'une certaine manière de rassurer l'investisseur, et qui seront aussi prises comme bases affirmatives dans le cadre des appels en garanties ultérieures. Vous aurez déjà par ailleurs très probablement signé un document auprès des auditeurs dans le cadre de la due diligence. L'idée ici est juste que vous puissiez montrer votre bonne foi.

Ensuite, l'investisseur va reprendre les résultats des due diligences et identifier les éléments qu'il estime constituer des risques avec une probabilité non nulle.

À titre d'exemple, imaginons que vous vous soyez déclaré « jeune entreprise innovante » et que vous ayez bénéficié d'un rescrit de la part du ministère de la Recherche il y a trois ans pour un projet présenté sur 18 mois. Lors de la revue des projets d'innovation, les auditeurs ont émis un doute sur le fait que les projets en cours puissent justifier d'un maintien du statut de jeune entreprise innovante. En cas de réajustement du statut, il y a de grandes chances pour que l'URSSAF réajuste les charges indument déduites et redresse l'entreprise. Dans ce cas, les investisseurs sont en droit de demander à ce que ce risque soit garanti, et ce sur une durée de trois ans minimum.

Les garanties vont ainsi porter sur :

- la nature du risque couvert ;
- la durée pendant laquelle le risque reste une menace ;
- le montant du risque en question.

Il y a des moyens de limiter votre exposition aux risques, et d'en faciliter l'analyse et le suivi. Voici donc encore quelques terminologies barbares qu'il vous faudra intégrer dans les négociations.

Montant « de minimis »

Il s'agit du montant minimum, ou du seuil à partir duquel un montant d'indemnisation pourra être réclamé. Imaginez que le montant « de minimis » soit de 500 euros. Si l'investisseur identifie un ajustement de 250 euros, il ne pourra pas le réclamer, et ce sera la même chose s'il en découvre trois de 250 euros, malgré le montant total de 750 euros. En revanche, dans le cas où l'investisseur identifierait un ajustement de 750 euros, cela dépasserait le minimum de 500 euros et la demande serait recevable.

Montant « plafond » (le « cap »)

C'est le montant maximum de garantie que vous acceptez de donner. Il est important que ce plafond existe. Car sans lui, les investisseurs pourraient être en mesure de vous réclamer des montants sans la moindre limite.

Montant « plancher » (le « floor »)

Si le « cap » n'a rien à voir avec une direction donnée, le « floor » n'a rien à voir avec un célèbre café parisien. Même si vous avez mis en place un montant « de minimis » à partir duquel l'investisseur est en droit de réclamer une indemnisation, il ne faut pas non plus que ce dernier se retourne vers vous à chaque montant réclamé. Imaginez simplement que votre montant « de minimis » soit de 500 euros. Comment allez-vous gérer votre relation avec l'investisseur s'il revient vers vous dès qu'une indemnisation de 500 euros est requise ? La situation va devenir très vite invivable pour vous et très procédurière. Autant de temps que vous ne passerez pas au développement de l'entreprise sur laquelle l'investisseur a parié.

Le montant plancher va être le montant à partir duquel l'investisseur va pouvoir déclencher ses clauses d'indemnisation. Imaginons ainsi que le « de minimis » soit de 500 euros avec un plancher de 10 000 euros. Il faudra que l'investisseur cumule pour plus de 10 000 euros de réclamations avant de se retourner contre vous.

Montant de franchise

Le mot « franchise » parle de lui-même, mais je vais en préciser l'utilisation dans le cas des garanties. Vous allez en effet pouvoir négocier avec vos investisseurs un montant de franchise, qui va représenter le montant que l'on déduira du total des indemnisations à effectuer.

Si vous devez indemniser votre investisseur à hauteur de 25 000 euros et qu'il existe une franchise négociée de 10 000 euros, vous ne devrez rembourser qu'un montant de 25 000 – 10 000, soit 15 000 euros.

Limitation du temps des garanties

Vous garantisiez le passé, et si le passé peut avoir des impacts sur les mois qui suivent la levée, les risques sont supposés décroître avec le temps. C'est la raison pour laquelle il faut mettre en place des limites de temps à des clauses de garantie.

Si sur certains sujets les délais peuvent être facilement identifiés, comme sur les risques fiscaux ou sociaux, un risque de prud'hommes devrait cependant se dissiper sur une durée de 12 à 18 mois. Là encore les discussions peuvent être compliquées car l'investisseur sera dans une démarche où il souhaitera obtenir des durées de garantie les plus longues possible. Charge à vous d'identifier avec lui par typologie de risque des durées différentes si la négociation est trop difficile.

Voici un exemple pour mieux comprendre.

Nous sommes dans une situation où la levée de fonds a eu lieu en 2016, et les garanties sont limitées sur 12 mois.

Les données négociées sont les suivantes :

- de minimis : 10 000 euros ;
- plancher : 30 000 euros ;
- franchise : 10 000 euros ;
- plafond : 200 000 euros.

Au cours de l'année, les investisseurs découvrent un certain nombre d'éléments impactant la garantie. Voici un tableau récapitulatif en euros des montants ainsi identifiés pour réclamation.

Mois de constat	Montant à indemniser	Montant retenu selon clauses garanties	Montant à réclamer cumulé
Janvier 2017	7 500	0	0
Janvier 2017	10 000	10 000	10 000
Mars 2017	15 000	15 000	25 000
Juin 2017	15 000	15 000	40 000
Septembre 2017	60 000	60 000	100 000
Décembre 2017	140 000	140 000	240 000

Le graphique suivant présente les différents éléments activant ou non les indemnisations.

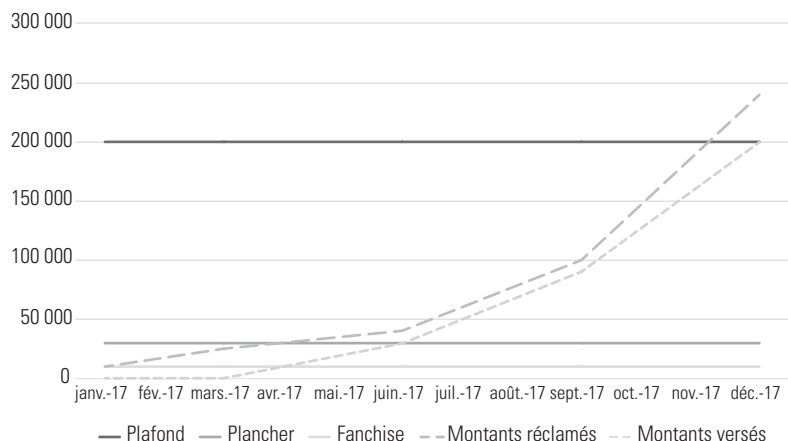


Figure 13 – Simulation des clauses de garantie

- En janvier, seul le montant de 10 000 euros est pris en compte, les 7 500 euros étant en dessous du montant de minimis. En revanche, nous sommes en dessous du montant plancher de 30 000 euros. Donc, rien à réclamer.
- En mars, nous atteignons en cumul 25 000 euros d'indemnisation. Nous restons en dessous du plancher.
- En juin, nous avons dépassé le plancher, atteignant 40 000 euros d'indemnisation. La franchise de 10 000 euros va jouer. Les fondateurs doivent 30 000 euros à l'investisseur.
- En septembre, les choses empirent et le montant cumulé des garanties atteint 100 000 euros, soit 90 000 euros après l'application des 10 000 euros de franchise.
- Enfin, en décembre, le montant cumulé atteint 240 000 euros. Ce montant a franchi le plafond. L'indemnisation a alors atteint son maximum, soit 200 000 euros.

Que peut-on exclure ?

Comme nous l'avons vu pour la due diligence, il est de votre intérêt de tout montrer. Lors de la présentation des « Reps & Warranties », vous allez pouvoir lister un certain nombre d'exceptions qui seront exclues de la garantie. Par exemple, vous énoncerez : « *Le garant n'a à sa connaissance aucun litige prud'homal, hormis les litiges listés ci-dessous :...* »

Dans ce cas l'investisseur doit tenir compte de ces éléments pour décider ou non de la valeur de l'entreprise ou de son investissement. Une chose est certaine, le risque aura été identifié clairement et si un des prud'hommes listés venait à être perdu, l'investisseur ne pourrait pas faire activer sa clause de garantie.

Par contre, dans le cas où un autre litige aux prud'hommes serait déclenché suite à un départ acté avant la levée de fonds, l'investisseur serait en droit de réclamer son dû.

Qui est le garant ?

Les garanties sont octroyées aux investisseurs par les actionnaires initiaux. Ce n'est pas un problème entre les investisseurs et l'entreprise ! Ces derniers ne se retourneront ainsi jamais contre l'entreprise en cas de demande d'activation des clauses de garanties. Le plus souvent, les personnes concernées seront les fondateurs de l'entreprise et éventuellement les premiers investisseurs significatifs. C'est ainsi que les 3 C des « friends and family » (voir le chapitre 1) ne devraient pas être concernés, comme bien souvent les premiers business angels. Les fondateurs seront, eux, en première ligne, et il pourrait en aller de même pour les dirigeants si les fondateurs ne font plus partie de la direction de l'entreprise.

Alors, comment faire pour donner des garanties à des investisseurs sur des montants significatifs, alors que vous n'avez pas d'argent de côté ? Rassurez-vous. Dans le cadre d'une levée de fonds, l'idée n'est pas pour les investisseurs d'aller puiser dans votre portefeuille. Ils seraient en droit de le faire, comme cela se voit dans tous les processus de rachat d'entreprise, où le vendeur doit donner des garanties sur ce qu'il vend, et où souvent une partie du montant de la vente reste même sous séquestre. Mais ici, il ne s'agit pas de racheter votre entreprise, mais d'y investir et de prendre une partie minoritaire. Les investisseurs vont ainsi vous proposer de les indemniser dans le cadre d'un processus de relution/dilution, comme nous avons pu le voir précédemment.

Les jeux ne sont jamais faits avant le « closing »

L'ensemble des documents ayant été négociés, il est grand temps de terminer cette opération de levée de fonds. C'est dans le cadre du « closing » (la clôture) que l'ensemble de la transaction va enfin avoir lieu.

Entre-temps, les avocats auront continué à échanger sur différents sujets qui restent essentiels mais peuvent être gérés sans vous. Ils auront ainsi bouclé une documentation juridique particulièrement lourde. Laissez-les faire, et relisez ensuite les documents sereinement.

Les documents en question seront les suivants (liste non exhaustive) :

- le nouveau pacte d'actionnaires ;
- le procès-verbal de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires historiques autorisant la levée de fonds ;
- les conventions de garanties ;

- les documents relatifs à des émissions de titres spécifiques le cas échéant ;
- les mouvements de registres de titres accueillant les nouveaux actionnaires ;
- parfois, les nouveaux contrats de travail des fondateurs ;
- une convocation de l'assemblée générale des nouveaux actionnaires ;
- etc.

Ne nous voilons pas la face. La levée de fonds est un exercice difficile jusqu'au bout de son processus. Vous constaterez ainsi que durant les quelques jours précédant le closing, vous serez très sollicité. Il y a en effet un grand nombre de documents à valider avec des avocats qui comme vous n'ont qu'une hâte : que cela se termine.

Il n'est pas rare par ailleurs que certaines modifications surviennent le jour même du closing.

Méfiez-vous tout de même de cette situation de fatigue et de votre envie irrésistible de tout boucler au plus vite. Les investisseurs expérimentés savent très bien jouer de ce planning complexe pour faire passer les dernières clauses sur lesquelles vous butez. Vous serez ainsi mis devant le fait accompli, et vous entendrez ceci :

« Il ne nous reste que deux jours avant le closing, et je vous rappelle que pour nous cette date ne pourra pas être reportée. Il faut vous décider sur la clause X, mais je vous rappelle aussi que nous ne voyons pas comment nous pourrions en accepter le moindre amendement. »

Cette phrase est typique de ce que vous pourriez entendre dans les derniers jours de discussion. Et c'est surtout là qu'il ne faut rien lâcher, bien entendu. En vous mettant une pression forte à quelques jours du closing, les investisseurs savent que vous êtes en situation fragile et qu'il

y a beaucoup de chances pour que vous validiez toutes leurs requêtes.

Leur argument est que si vous ne faites pas affaire ensemble, vous risquez de vous mettre en danger et de vous épuiser complètement à repartir chercher des investisseurs. Si cela n'est pas faux, gardez en tête que les investisseurs ont eux aussi beaucoup investi sur votre dossier et qu'ils ont certainement envie de signer avec vous. À vous de continuer à négocier, en laissant de côté les points sans importance pour vous, et en obtenant une contrepartie pour chaque sujet significatif sur lequel vous lâcherez du lest.

Dernier petit détail qui a son importance : n'oubliez pas le RIB (relevé d'identité bancaire) ! Il vous faut en effet ouvrir un compte dédié à l'augmentation de capital auprès de votre banque. Cette dernière recevra ainsi l'ensemble des fonds versés par les investisseurs et les libérera ensuite sur votre compte bancaire principal. C'est à ce moment précis que la levée de fonds sera bel et bien validée. Même si la démarche de création d'un tel compte est rapide, il serait regrettable de perdre quelques jours supplémentaires à cause d'un processus mal maîtrisé.

Attention, tant que le closing n'est pas intervenu, tout peut encore bouger de manière significative. Vous n'êtes pas au bout de vos peines lorsque vous négociez avec certains fonds d'investissement. Voici pour exemple l'expérience d'une entrepreneuse talentueuse pour qui la recherche de fonds restera certainement une expérience douloureuse...

Il s'agissait d'une jeune start-up qui était en train de développer des outils d'analyse et de séquençage vidéo particulièrement complexes. L'équipe était dirigée par une jeune docteure et

la société avait le vent en poupe. Après une première levée auprès de quelques business angels, l'entrepreneuse voulait (je cite) « passer aux choses sérieuses ».

Elle lance ainsi un processus de levée de fonds pour 2,5 millions d'euros. Sa levée se déroule assez bien, et elle signe rapidement une lettre d'intention avec un fonds d'investissement semble-t-il peu connu, mais dans lequel gravitent quelques investisseurs de renom. Le fonds annonce décider d'investir l'intégralité des fonds recherchés et demande une période d'exclusivité de dix semaines. Au cours de ces dix semaines, rien ne se passe vraiment. La due diligence met beaucoup de temps à être lancée, et le cabinet qui intervient semble vouloir faire traîner les choses.

Les investisseurs reviennent alors vers l'entrepreneuse en lui expliquant qu'ils sont un peu déçus que les choses n'aient pas avancé aussi vite que prévu, qu'ils en prennent cependant une part de responsabilité, et qu'en attendant, ils demandent de prolonger la période d'exclusivité de six semaines supplémentaires. Cela aura donc fait plus de trois mois de période d'exclusivité pour ce fameux fonds d'investissement, trois mois pendant lesquels il aura été impossible de négocier avec quiconque d'autre, trois mois où la trésorerie fond à vue d'œil. Sentant que les choses vont bientôt se conclure, et voyant la trésorerie frôler le rouge un peu trop souvent, l'entrepreneuse finance en compte courant, avec ses propres économies, les besoins de son entreprise.

Les audits se terminent, et on en vient à finaliser les discussions sur les garanties et le pacte d'actionnaires. Tous se passe bien, même si à nouveau les choses semblent traîner un peu. Je me souviendrai toujours que le closing avait lieu un mardi, et que l'entrepreneuse a demandé à me voir pour échanger le lundi matin. Elle venait de passer un très mauvais week-end. Les investisseurs lui avaient annoncé que le fonds

qui devait investir n'était pas bouclé, et qu'ils n'étaient pas en mesure d'effectuer le financement de l'entreprise comme cela était prévu. Bien entendu, cette discussion n'a rien eu d'officiel, et les investisseurs ont cherché une clause leur permettant de sortir sans risque de poursuite (une histoire de brevet dont le dépôt n'avait pas été finalisé).

Malheureusement, l'entrepreneuse a été prise au dépourvu, ses premiers investisseurs, échaudés aussi par la situation difficile, décidant de jeter l'éponge. La confiance envers l'entrepreneuse était rompue. La société ferma un mois plus tard, faute de moyens.

Voici une autre histoire, nettement moins dramatique, mais qui aurait pu le devenir.

Lors d'une seconde levée, une société recherche 4 millions d'euros. Après une première tournée assez rapide des fonds d'investissement français, un premier investisseur manifeste son intérêt pour la société. Une lettre d'intention est très lourdement négociée et signée.

Après une due diligence poussée qui, là encore, aura pris beaucoup de temps, les investisseurs en viennent à la conclusion qu'un investissement de 4 millions d'euros est en effet justifié, mais qu'il est trop risqué à leurs yeux. Ils demandent qu'un autre investisseur intervienne avec eux sur ce dossier. Les entrepreneurs ne savent pas comment réagir, mais acceptent la proposition et repartent à la recherche d'un fonds. Le premier investisseur leur explique qu'il est très bien introduit sur le marché et leur présente un fonds d'investissement très connu qui lui-même se dit très intéressé.

Tout aurait pu merveilleusement se passer si le second investisseur n'avait pas demandé à signer une nouvelle lettre d'intention, en modifiant la majeure partie des clauses et à refaire une due diligence technique, juridique et financière, avec ses propres équipes.

La levée de fonds qui était partie pour ne pas prendre plus de quatre ou six mois, en aura duré 11 exactement. Fort heureusement dans ce cas, la société a pu bénéficier du soutien de Bpifrance et de sa banque pour passer une étape de trésorerie compliquée. Sans cet appui, la société n'existerait plus aujourd'hui.

Quand c'est signé

Il est toujours amusant de voir comment les relations entre les parties changent à partir du moment où tous les documents sont signés. Même si les virements bancaires ne sont pas forcément effectués sur le moment, les tensions vont disparaître aussi vite qu'elles étaient apparues. Tout à coup, les investisseurs qui vous ont pressuré et parfois fortement bousculé vont se montrer pleins de tendresse pour vous... Vous faites maintenant partie de la même aventure, et la lune de miel va commencer, même si vous serez forcément encore plus détendu lorsque les fonds auront bel et bien été versés sur votre compte.

La stratégie se met en place, on se projette ensemble sur les prochaines années.

Votre nouvelle aventure commence !

Bien gérer la vie post-levée

Faire une pause et bien communiquer

Après une levée de fonds réussie, on est souvent fatigué, mais tellement excité que l'on ne pense pas à faire un break. D'autant que dans le feu de l'action on est souvent sollicité par les médias, quitte même à avoir droit à un passage sur BFM Business. La rançon de la gloire... C'est là un piège qu'il est important d'éviter si possible ou de gérer au mieux.

Tout d'abord, rien ne vous empêche de ne pas communiquer sur votre levée de fonds, ou de communiquer plus tard.

La communication autour de la levée de fonds est un vrai sujet et je vous conseille de l'évoquer avec vos investisseurs au plus tard le jour du closing. L'idée est de s'assurer que tout le monde est en phase sur ce que vous souhaitez communiquer et ne pas communiquer, ainsi que sur les dates de parution. Imaginez que vous leviez des fonds auprès de plusieurs acteurs dont un industriel clé de votre secteur. Est-il opportun de communiquer auprès du marché sur l'entrée de cet industriel à votre capital ? Dans certains cas, ce sera un réel

accélérateur de votre activité, et dans d'autres, vous vous fermerez des portes stratégiques, même si sa participation est faible. Il est possible qu'il ne souhaite pas que l'information soit diffusée.

Quel sera le montant de la levée annoncée ? On pourrait comparer les communiqués de presse des start-up à des concours de virilité où chacun veut montrer qu'il a effectué la levée la plus forte dans son secteur et qu'il va ainsi écraser la concurrence. Or on constate souvent que sur une levée de 3 millions d'euros, il y aura peut-être 2 millions provenant des investisseurs, le reste provenant de prêts bancaires et d'autres aides à l'innovation. Cette technique de gonflage esthétique devenant monnaie courante, vous ne pourrez probablement pas y échapper. Mais validez-le avec vos investisseurs.

Pour ce qui concerne les dates de parution, le problème est simplement lié à votre disponibilité pour parler aux journalistes. L'idée d'un communiqué de presse est bien entendu de faire parler de vous. Si vous produisez un communiqué et que rien ne se passe ensuite, vous n'aurez pas gagné grand-chose. Il faut donc que vous vous attendiez à quelques « retours presse », voire à des interviews, et pour cela il faut être disponible. Rien ne vous empêche d'attendre une période un peu plus propice en termes d'agenda pour lancer cette campagne de communication.

Garder la tête froide

Finaliser votre levée est une très belle réussite, et vous pouvez vous en réjouir ! Mais gardez toujours deux points à l'esprit.

Tout d'abord, cela ne fait pas de vous le nouveau Mark Zuckerberg. Vous faites partie de ces entrepreneurs qui

portent un projet auquel des investisseurs croient, et qui pourrait devenir un réel succès à terme. Mais ce sera le fruit de nouvelles années de dur travail et de nouveaux sacrifices. Ne l'oubliez pas.

Le second point touche un autre sujet très sensible : l'argent. Lever 1,8 million d'euros pour une valorisation de plus de 10 millions ne fait de vous qu'un millionnaire virtuel !

Reprenons l'exemple de nos trois fondateurs. La nouvelle répartition du capital après la levée de 1,8 million d'euros auprès de l'investisseur 2 est la suivante.

Actionnaires	Répartition initiale		Nouvelles émissions	Après levée de 1,8 M€	
	Nombre d'actions	% détention	Nombre d'actions	Nombre d'actions	% détention
Jean	400	28,6 %	0	400	23,5 %
Marie	400	28,6 %	0	400	23,5 %
Étienne	200	14,3 %	0	200	11,8 %
<i>Investisseur 1</i>	<i>400</i>	<i>28,6 %</i>	<i>0</i>	<i>400</i>	<i>23,5 %</i>
Investisseur 2			300	300	17,6 %
Nombre total d'actions	1 400	100 %	300	1 700	100 %

Jean et Marie détiennent ainsi 23,5 % chacun du capital d'une entreprise qui se valorise post-money à 10,2 millions d'euros. Les voici à la tête d'une fortune virtuelle de 2,4 millions d'euros chacun, fortune à laquelle ils ne pourraient prétendre que s'ils vendaient effectivement leurs parts. Cette fortune virtuelle pourrait ainsi se retrouver nettement diminuée, voire disparaître totalement en cas de difficultés de l'entreprise ou de clause de liquidation préférentielle agressive des investisseurs.

Il existe, cela dit, un moyen pour vous permettre de bénéficier d'une partie de cette fortune : le « cash out », c'est-à-dire la sortie d'argent au profit des fondateurs qui pourrait se faire au moment d'une levée de fonds.

Ne vous attendez cependant pas à ce que le « cash out » soit initié lors de vos premières levées. On en croise le plus souvent dans le cadre de séries B, par exemple. Les fondateurs vont ainsi pouvoir négocier la vente d'une partie de leurs titres, le plus souvent aux nouveaux investisseurs. Cette vente de titres n'aura bien entendu aucun effet sur les fonds investis dans l'entreprise, ses fruits allant directement dans les poches des fondateurs après quelques ponctions fiscales. Elle leur fait aussi perdre du poids capitalistique dans l'entreprise.

Cette approche de « cash out » n'est en aucun cas choquante. Il est tout à fait compréhensible qu'au bout de plusieurs années à vous payer peu en prenant beaucoup de risques et en travaillant énormément vous puissiez bénéficier de quelques fonds. Mais vous imaginez bien que les investisseurs, qui ont besoin de votre implication dans le projet, ne voudront pas que vous cherchiez à sortir des sommes folles. À vous de trouver avec eux un montant raisonnable qui vous rende plus serein sur l'avenir, vous maintienne dans l'aventure capitalistique et ne brise pas votre envie d'avancer.

Premier challenge : croissance et structuration des équipes

Lorsque j'échange avec des fonds d'investissement et que je leur demande ce qu'ils pensent du rôle du CEO d'une entreprise dans laquelle ils ont investi, les retours sont souvent les mêmes : « *Le CEO est là d'une part pour recruter et mener la meilleure équipe possible pour*

le projet, et d'autre part pour gérer au mieux les relations avec les investisseurs et les tiers. »

Bien entendu, cela peut être réducteur, mais il en va en effet de la qualité de leadership et d'animation de l'entrepreneur CEO. On vient de lui confier une somme significative qu'il lui est demandé d'investir pour le meilleur développement de son entreprise. Il doit donc être prêt à gérer ce que l'on pourrait qualifier de « problèmes de riche », ce qui est loin d'être simple.

La levée de fonds aura très certainement provoqué des attentes non seulement chez vos investisseurs mais aussi chez vos collaborateurs. Ils vont s'attendre à ce que leurs salaires augmentent, à prendre des responsabilités de management alors que les équipes grandiront, à avoir des espaces de travail plus spacieux, et si possible le fameux baby-foot. Même si tout cela peut sembler légitime, les fondateurs doivent garder la tête froide et essayer d'appliquer leurs plans sans pour autant se laisser submerger par ces attentes.

Ainsi, si les salaires étaient particulièrement bas, il faut espérer que vous aurez tenu compte de cela dans votre business plan et qu'il y aura en effet des ajustements. N'augmentez pas tous les collaborateurs, mais simplement ceux dont le salaire ne correspond pas au niveau de responsabilité.

Pour ce qui est de la promotion à des responsabilités managériales, méfiez-vous de ce qui est souvent tentant pour un CEO : promouvoir les anciens car ils connaissent l'entreprise. La prime à l'ancienneté fonctionne très mal dans la promotion à des postes de management. Souvent vous avez commencé en équipe restreinte, avec un seul dirigeant : le CEO. Le reste de l'équipe travaillait certainement très bien mais les niveaux hiérarchiques

n'étaient pas le sujet de préoccupation premier. Au moment où votre structure passe de 10 à 25, ou de 20 à 50, la mise en place de ce que l'on appelle le « middle management » (management intermédiaire) va vous forcer à réfléchir au positionnement de chacun dans l'entreprise. Identifiez ceux qui ont déjà eu une expérience de management, ou bien ceux qui semblent en avoir les compétences. Si vous ne trouvez pas en interne le bon profil, cherchez à identifier des candidats à l'extérieur de l'entreprise. N'hésitez pas à passer par un cabinet de recrutement pour trouver le profil idéal.

C'est aussi vrai pour les fondateurs, et c'est souvent un sujet de discorde. Un excellent développeur informatique, associé au projet depuis le début, est-il forcément le meilleur CTO (« chief technical officer », directeur technique) ? Il apparaîtra parfois après des discussions difficiles qu'il est nécessaire de recruter un CTO en externe, auquel le fondateur pourra être amené à reporter. Si la situation est inconfortable au départ, le fondateur concerné sera rapidement soulagé d'un poids trop lourd pour lui.

Vous serez aussi peut-être tenté de vouloir changer de locaux, l'équipe s'étoffant. Vous aurez envie de trouver des locaux « cool », avec de grands espaces de convivialité et bien entendu un emplacement pour le baby-foot ou même la table de ping-pong... Bien sûr, vous souhaitez améliorer la qualité de vie de vos collaborateurs dans leur lieu de travail. Cependant, ne vous emballez pas trop vite. Même si dans votre business plan vous avez justifié que votre équipe devait passer de 20 collaborateurs à 60 dans les 18 prochains mois, il est cependant très rare que ces recrutements s'effectuent dans des délais aussi rapides. D'ailleurs, souvent il vous faudra penser à recruter un RH, ce dont vous avez pu vous passer pour

la constitution de la première équipe. Vous allez ainsi effectuer un certain nombre de recrutements au fil du temps, et c'est là en effet que vous constaterez le besoin de vous agrandir. Mais est-il réellement nécessaire de prendre tout de suite des locaux pour 60 collaborateurs lorsque vous n'êtes encore que 22 ?

Le choix de nouveaux locaux a un coût significatif : les frais d'agence, les travaux éventuels, le nouveau loyer, ou encore les nouvelles garanties demandées, qui pèseront sur votre trésorerie. Ce n'est pas parce que votre entreprise a levé de l'argent qu'elle peut se permettre de le gaspiller.

Attendez donc de vous retrouver un peu à l'étroit. Cherchez ensuite des locaux qui permettent une sous-location, ce qui vous aidera à compenser le surcoût de loyer en attendant les nouvelles recrues.

Second challenge : gérer ses investisseurs

La vie avec vos investisseurs va évoluer au fil du temps. La lune de miel est souvent courte et il faut rapidement passer aux choses sérieuses. Vous aurez de nombreux moments de rencontre et des rendez-vous réguliers et définis, via des comités stratégiques, conseils d'administration et, bien entendu, les assemblées générales.

Parfois, en fonction du profil de l'investisseur, ce dernier s'impliquera ou non dans votre activité. Cela peut être très bénéfique pour vous, mais il ne faut pas non plus qu'il s'implique de trop dans votre vie d'entreprise. À vous de définir le bon tempo de votre relation !

Les règles de bon fonctionnement ont été définies dans le pacte d'actionnaires. C'est là que tout le monde se met d'accord sur les rythmes des rendez-vous et des

échanges d'information. Respectez vos engagements et assurez-vous que vos investisseurs font de même.

Au début de la relation, les choses sont simples, on ne fait pas forcément attention aux détails. On oublie d'établir des comptes rendus de réunion, d'acter les décisions prises quelle qu'en soit la nature, on ne respecte pas forcément le timing d'envoi des documents, quand on n'oublie pas carrément de les envoyer ! Et tout est pardonné... Du moins, c'est ce que vous pensez. Vous devez au contraire dès le départ faire en sorte que tout soit respecté à la lettre. Pas de faute qui pourrait vous être reprochée ultérieurement ! Car votre relation ne sera pas rose tous les jours. La vie de l'entreprise va prendre une tournure différente avec des investisseurs au capital de votre société. Dès les premières difficultés, les investisseurs deviendront plus durs et exigeants. Ils voudront parfois vous pousser à prendre des décisions pour améliorer la santé financière de l'entreprise à court terme, ne vous suivant plus forcément dans vos stratégies de développement. C'est classique. Bref... Si tout ne se passe pas comme prévu, cela va devenir difficile, très difficile.

Comme nous l'avons vu dans le processus de levée, plus le montant recherché est élevé, plus l'entrepreneur sera sollicité par les investisseurs. Le même constat se fera après la signature. Vous imaginez bien que l'exigence et l'implication du fonds évoluera en fonction du poids de son investissement.

Rappelez-vous ce que nous avons vu au sujet des fonds d'investissement. Les gestionnaires décident d'un certain nombre de lignes d'investissement par fonds. Et le nombre de lignes n'est pas forcément lié à la taille du fonds à gérer.

Récemment, je discutais avec un des associés d'un fonds bien connu qui venait de finaliser la constitution d'un fonds dépassant les 250 millions d'euros, soit le double du fonds précédent. Quand je lui ai demandé le nombre de lignes qu'il souhaitait mettre en œuvre au sein du fonds, sa réponse a été très claire : « *Nous aurons 15 à 20 lignes, comme pour le fonds précédent. Par contre, compte tenu des moyens supplémentaires dont nous disposons, nous serons capables de suivre nos start-up sur les tours qui suivront nos premiers tickets, ce qui est toujours rassurant pour un entrepreneur et nous permet de cibler de nouveaux types d'entreprises.* » Alors que de votre côté, vous aurez droit à un nombre d'investisseurs qui se compteront probablement sur les doigts d'une main, votre société représentera l'une des 15 à 20 lignes d'un fonds, qui lui-même pourra faire partie d'une série de fonds gérés par le même gestionnaire.

N'oublions pas non plus les business angels. Ces derniers ne vont probablement pas investir des millions d'euros chez vous, mais ils considéreront le montant de leur investissement comme significatif. Ne sous-estimez donc pas votre relation avec eux et apprenez à la gérer au mieux.

Vous rencontrerez des profils de business angels très variés qui s'impliqueront différemment dans votre entreprise. Du multi-investisseur « angelstar » à la personne retraitée qui gère trois ou quatre lignes d'investissement, vous imaginez bien que les comportements seront très différents. Certains seront difficilement joignables et même souvent absents malgré vos sollicitations quand d'autres, plus disponibles, ne demanderont qu'à être à vos côtés, le plus souvent possible, quitte à ce que vous les trouviez même peut-être un peu trop présents. À vous de les gérer au mieux et de savoir tirer le maximum de vos nouveaux partenaires.

Gérer ses investisseurs, c'est aussi travailler à une étroite cohésion entre fondateurs. Le risque est que les relations évoluent, certains se comportant de plus en plus comme de simples actionnaires alors que d'autres ont le sentiment de porter l'entreprise à bout de bras. Il est essentiel que les fondateurs travaillent en parfaite intelligence et se montrent le plus soudés possible à tout instant. Cela sera nécessaire en particulier pendant les moments difficiles où l'un d'entre eux pourra se trouver en difficulté. Être soudés ne signifie pas faire bloc contre toute décision venant des investisseurs. Cela signifie travailler en amont afin de comprendre ensemble ce qui est le mieux pour le développement de l'entreprise et d'en tirer des conclusions qui restent acceptables pour tous.

J'ai en mémoire cette équipe de trois cofondateurs où très rapidement le directeur technique (CTO) a montré quelques limites dans sa capacité à manager les équipes. Ce dernier, cofondateur, docteur en ingénierie mécanique, était réputé pour sa vision des produits et sa capacité à modéliser des concepts particulièrement complexes. Il était cependant peu à l'aise dans le management et avait du mal à le formuler. Après deux démissions au sein de l'équipe de développement et des échanges difficiles entre les fondateurs, ces derniers ont tous les trois convenu qu'il fallait absolument recruter un profil plus expérimenté en management et laisser le CTO alors en place dans un rôle de « gourou » visionnaire du produit. Ce ne fut pas simple d'arriver à cette conclusion et de l'expliquer aux équipes. Cependant, lors de la présentation de la situation et des décisions au board, les investisseurs se sont montrés non seulement soulagés de voir que les cofondateurs avaient eux-mêmes constaté ce qu'ils avaient identifié lors de leurs dues diligences, mais surtout ils ont été impressionnés par la capacité des trois fondateurs à identifier un problème stratégique et très sensible et à proposer une solution pragmatique,

quitte à ce que l'un d'entre eux en souffre peut-être. Un bel exemple de cohésion.

Qu'attendre de vos investisseurs ?

Vos investisseurs ont déjà fait le plus gros de leur travail : ils sont entrés au capital de votre entreprise, contre un montant qui a été versé sur le compte bancaire de votre entreprise.

Pour certains, vous n'aurez plus grand-chose à attendre d'eux. C'est le cas de certains business angels, ou de vos premiers financeurs en love money. Mais si vous savez que pour ceux-là il n'y a pas grand-chose à espérer, il est bien évident que vous devrez profiter des autres investisseurs. Ces derniers ont un carnet d'adresses et vous ouvriront des portes dont vous n'aviez peut-être jamais trouvé la clé. Ils peuvent vous mettre en contact avec des industriels, des financeurs, voire même des profils cibles de vos recrutements à venir.

J'en vois qui, identifiant par exemple qu'un des dirigeants fondateurs semble avoir du mal sur tel ou tel sujet vont essayer de proposer du coaching ou bien l'intervention d'experts avec lesquels ils ont l'habitude de travailler. Ne faites jamais la fine bouche face à de telles propositions. Ne soyez pas trop paranoïaque en vous disant que cela présuppose l'éviction de l'un d'entre vous à terme. Les investisseurs ont parié sur vous et votre équipe. Leur objectif est de vous aider, car mieux ils vous aideront, plus vite vous leur permettrez d'optimiser leur investissement.

Les investisseurs apportent aussi leur notoriété, sur laquelle vous pourrez tabler dans le cadre de votre communication externe, par exemple.

En fonction des profils d'investisseurs, vous aurez la chance de bénéficier de réelles compétences métiers. Les investisseurs ne sont pas tous des financiers et les financiers ne sont pas tous uniquement des experts en tableurs. Et les experts en tableurs peuvent vous permettre d'avancer sur des travaux de reporting ou d'analyse complexes. Ne les sous-estimez pas !

Sauf exception, ils ne sont pas là pour prendre une position opérationnelle dans l'entreprise. Ils vous accompagneront dans des réflexions stratégiques principalement. Leur recul et leur expérience seront très certainement des points clés de leur apport à l'entreprise qu'il ne faudra surtout pas négliger. Enfin, leur capacité d'analyse et leur expérience des entreprises en forte croissance pourront vous aider à cibler les opportunités et à vous structurer.

N'oubliez pas que beaucoup d'investisseurs ont souvent eu l'occasion de participer à des levées de fonds multiples ou à des sorties. Ils ont acquis une réelle compétence qu'ils n'hésiteront d'ailleurs pas à mettre en avant. Charge à vous de profiter de cette expertise parfois plus confirmée que la vôtre.

La constitution du board et ses enjeux

Rappelez-vous que quelle que soit la structure juridique de votre entreprise, société anonyme (SA) ou société par actions simplifiée (SAS), il est certain que lors des discussions du pacte d'actionnaires, la structuration des organes de gouvernance sera un sujet très important.

Si pour une SA, le rôle du conseil d'administration est défini de manière précise pour ce qui concerne le nombre de membres et le fonctionnement, il n'en

va pas de même pour une SAS. Cette dernière sera ainsi certainement amenée à mettre en place un nouvel organe, le board, au moment de sa levée de fonds, si elle ne l’a pas fait auparavant. Car même si vous restez majoritaire au sein de l’entreprise, les vraies décisions se prendront dans le cadre de ce board, et vos investisseurs comptent bien y être présents et pouvoir y jouer un rôle clé.

Le board n’est pas un organe exécutif. Il est important de le considérer comme une structure différente des comités de direction, par exemple. Il aura une mission importante dans l’entreprise. Cette mission est rappelée dans de nombreux codes, comme le Code de gouvernement d’entreprise Afep-Medef¹ par exemple.

En exerçant ses prérogatives légales, le conseil d’administration remplit les principales missions suivantes :

- *il définit la stratégie de l’entreprise ;*
- *désigne les dirigeants mandataires sociaux chargés de gérer l’entreprise dans le cadre de cette stratégie ;*
- *choisit le mode d’organisation (dissociation des fonctions de président et de directeur général ou unicité de ces fonctions) ;*
- *contrôle la gestion ;*
- *veille à la qualité de l’information fournie aux actionnaires ainsi qu’aux marchés, à travers les comptes ou à l’occasion d’opérations importantes.*

Tout « administrateur » doit ainsi répondre aux qualités suivantes :

- *il doit être soucieux de l’intérêt social ;*

1 - Le Code Afep-Medef est une des références en terme de gouvernance d’entreprise en France et il est fortement recommandé. L’ensemble des recommandations ne s’applique cependant pas au monde de la petite entreprise. Il est mis à jour et enrichi fréquemment. Vous le trouverez sur site <http://afep.com>.

- *il doit avoir une qualité de jugement, en particulier des situations, des stratégies et des personnes, qui repose notamment sur son expérience ;*
- *il doit avoir une capacité d'anticipation lui permettant d'identifier les risques et les enjeux stratégiques ;*
- *il doit être intègre, présent, actif et impliqué.*

Je vous recommande de bien vous approprier ces définitions des rôles et de vous assurer qu'elles seront appliquées au sein de votre board. La définition du rôle de l'administrateur sera ainsi à rappeler lors des premiers boards, dans une optique d'alignement des rôles et des positions de chacune et chacun.

Le board aura pour mission de valider un certain nombre de décisions, qui peuvent aller du simple recrutement d'un poste clé à haut salaire, à la définition des directions stratégiques de l'entreprise, jusqu'à valider le lancement d'une nouvelle levée de fonds.

Réfléchissez bien en amont et mettez en place ce type d'organe rapidement après la constitution de l'entreprise. Il est en effet impératif que vous puissiez commencer entre associés à vous exercer à la gestion de ce type d'organe de décision.

Un board efficace est souvent un organe composé d'un nombre restreint de membres. On peut ainsi tabler sur des boards allant de trois à sept personnes au maximum. Au-delà, les échanges se sclérosent, le moindre mouvement prend des aspects politiques, et les sujets sont soit débattus par trop de monde, ne donnant aucune prise de décision, soit déjà décidés en « off » avant le board. Un plus petit board donnera probablement lieu à des échanges plus efficaces.

La constitution du board va donc être un réel challenge. Voici les questions que l'on entend souvent :

- Tous les fondateurs doivent-ils être représentés ?
- Tous les investisseurs ?
- Les fondateurs peuvent-ils garder une majorité de droits de vote ?
- Qui doit être président ?

Le nombre de membres du board représentant les fondateurs doit être raisonnable. Si vous êtes trois membres fondateurs, il est certain que cela ne devrait pas poser de problème que vous soyez au board. Mais au-delà de ce nombre, il faudra choisir parmi vous qui est intéressé ou prêt à entrer dans ce type d'instance.

Pour ce qui est des investisseurs, cela dépendra très clairement du nombre et du type d'investisseurs. Des business angels pourront par exemple proposer un représentant de chaque réseau ou bien un représentant d'un ensemble. Pour ce qui est des VC, il y a de grandes chances pour que la majorité demande une position au sein du board, ce qui est naturel, compte tenu de leurs investissements.

Chaque présence au board doit être validée en assemblée générale. Vous aurez donc, si vous êtes majoritaire, la capacité (sous réserve d'un pacte d'actionnaires mal négocié) de donner votre accord ou non sur l'entrée d'une personne au board. C'est très important car si vous n'êtes pas en mesure de refuser un siège à un fonds d'investissement, vous pouvez émettre des réserves si la personne qui représente le fonds n'est d'après vous pas assez expérimentée.

Pour ce qui est des droits de vote, les investisseurs vous permettront de garder la main, même si vous n'êtes que deux dans un board de cinq membres. Vous aurez ainsi la possibilité de bénéficier de droits de vote doubles, par exemple. Au fil du temps et des dilutions du capital, cette

position s'affaiblira probablement, d'où l'intérêt de tout faire pour garder la main aussi longtemps que possible au sein du board.

Une approche particulièrement intéressante pour les entreprises est la possibilité de faire entrer au board un administrateur indépendant. Si vous vous référez au rôle de l'administrateur du Code Afep-Medef mentionné plus haut, vous comprenez que ce peut être un atout majeur de faire entrer une personne qui n'a pas, en tous cas au départ, d'intérêt capitalistique, et qui est prête à faire bénéficier le board de son expérience. Pensez-y et n'hésitez pas à contacter des instances comme l'Institut français des administrateurs (IFA)² pour obtenir plus d'informations sur le sujet, voire même rechercher des profils de qualité et certifiés. Proposer un administrateur indépendant sera vu comme une bonne initiative par les autres membres du board. Un seul conseil : proposez plusieurs candidats qui vous conviennent et laissez choisir les autres membres.

Le rôle du président est aussi un sujet très particulier. De manière logique, un des fondateurs va souhaiter prendre cette fonction. C'est un rôle prestigieux certes, et qui demande de réelles compétences d'animation, d'écoute, de rigueur et de probité. S'il ne fait pas de doute que chacun des cofondateurs coche l'ensemble de ces cases, je vous invite à bien comprendre le rôle et les responsabilités multiples du président au sein d'une SAS (consultez là aussi le site de l'IFA). La prise de conscience des risques et des responsabilités du président pourra calmer les volontés de bon nombre de cofondateurs, et celui qui briguera ce poste en comprendra les droits et obligations.

2 - <http://www.ifa-asso.com>

Attention au formalisme qui est particulièrement important. Chaque réunion du board doit donner lieu à une invitation, à un ordre du jour, puis à un compte rendu des décisions prises. On voit trop d'entrepreneurs qui ne considèrent pas le compte rendu comme important. Ils ont souvent mis en place un ordre du jour et considèrent que cela suffit amplement. Détrompez-vous ! Qu'advient-il le jour où une décision fâcheuse aura été prise en board, mais que vous n'aurez pas la preuve que vous n'avez pas été seul à la prendre ? Faites très attention à tout écrire noir sur blanc et à envoyer de manière régulière les comptes rendus de réunion.

Les boards commencent souvent par des points sur la situation de l'entreprise. Ces points sont préparés par le président qui y passe beaucoup de temps. Ce travail de préparation puis de compte rendu ne doit pas absorber toute l'énergie du président fondateur. C'est la raison pour laquelle il est nettement préférable d'espacer les boards tous les deux mois au départ, puis tous les trois mois.

De la même manière, la qualité d'animation du président est essentielle et l'ordre du jour doit si possible ne pas être un « copié/collé » d'un mois sur l'autre ! Afin de bien préparer un board, l'ensemble des documents ne doit pas être découvert en séance. S'il ne vous est pas possible de vous assurer que les documents auront été lus, faites au moins en sorte qu'ils aient été envoyés ou mis à disposition en ligne en amont de la réunion.

Un dernier point important : les autres comités. Vous allez très vite vous rendre compte que votre board prendra un caractère très formel qui vous forcera à cibler les sujets, limitant ainsi la prise de parole sur d'autres sujets que vous pourriez considérer comme aussi stratégiques.

Le comité scientifique, si vous en avez constitué un – ce que je recommande – permet de confronter des idées en dehors du board. Il serait normal de le mentionner dans le pacte d'actionnaires et d'inviter les investisseurs à y participer s'ils le souhaitent, dans la limite des places disponibles.

C'est le moment aussi de remercier les membres du comité qui vous suivent depuis un certain temps sans se faire rémunérer. Il y a un moment où il faut savoir dire MERCI.

Que communiquer aux investisseurs ? Et comment ?

Si l'on veut rester très « légaliste », le pacte d'actionnaires aura décidé des informations à communiquer aux actionnaires, ainsi que la fréquence de cette communication. Par ailleurs, il est des informations obligatoires à fournir en assemblée générale et pour lesquelles vous ne pouvez faire la moindre exception. Vous devrez ainsi transmettre de manière régulière des situations de trésorerie, des avancements de votre business plan, l'évolution de vos indicateurs clés, et chaque année un bilan et un compte de résultats à date.

Essayons d'être un peu plus pragmatiques et de penser à l'intérêt de l'entreprise et de ses fondateurs. Si la transparence vis-à-vis des actionnaires fait partie des qualités essentielles d'un chef d'entreprise, elle devra être maniée différemment selon les situations.

Donner les bonnes nouvelles aux investisseurs est un exercice facile et agréable : « nous sommes dans nos projections », « nous avons gagné un nouveau contrat », « nous avons devancé un concurrent », etc.

Mais que faire quand les nouvelles sont mauvaises ?

Tout va dépendre du degré d'implication des investisseurs. Vous avez mis en place un board qui examine aussi les sujets difficiles ayant des impacts significatifs sur l'entreprise. Il vous faut maintenant hiérarchiser les mauvaises nouvelles et surtout vous mettre dans la peau de vos investisseurs. Si vous parlez à des VC qui gèrent un grand nombre de lignes de portefeuille, vous imaginez bien qu'il faudra réfléchir au caractère urgent ou grave du sujet. Ils pourraient bien se questionner sur votre capacité à décider et votre place de dirigeant si vous les sollicitez trop souvent. Si vos investisseurs sont des business angels, il se peut qu'ils soient plus disponibles et plus attachés à vous aider rapidement à avancer. Mais là encore, trop de sollicitations risquent de les faire douter. Il faut donc identifier la nature et l'importance du problème rencontré ou de la mauvaise nouvelle. Soit vous gardez le problème pour vous et vos cofondateurs et tentez de le résoudre, soit vous décidez de solliciter certains de vos actionnaires, quitte à convoquer un board en urgence. C'est en effet tout à fait possible de convoquer un board dans des situations exceptionnelles. Dans ce cas, ne venez jamais les mains vides. Il faut absolument que vous montriez que vous avez effectué une première analyse et que vous avez identifié plusieurs pistes de réflexion. Votre légitimité sera en jeu.

Enfin, n'attendez pas le prochain board pour annoncer des situations complexes et pénibles, ce qui créerait un climat de méfiance. Comme le banquier, l'investisseur déteste être pris par surprise. Préparez le terrain en communiquant en amont auprès de chaque membre de votre board. Cet échange vous permettra d'anticiper d'éventuelles situations de crise au sein du board et de valider ou non vos plans d'action, avant de les partager avec le board.

Choisissez votre commissaire aux comptes

Le moment du closing sera aussi souvent celui de prendre d'autres décisions. Prenons pour exemple la nomination d'un commissaire aux comptes. Il y a de fortes chances que ce sujet ne soit jamais discuté avant le jour du closing, voire au mieux la veille.

En fonction de la structure juridique de votre société et de sa taille, vous pourriez ainsi être amené à devoir en nommer un immédiatement dans la foulée de la levée.

Ainsi la nomination d'un commissaire aux comptes (CAC) sera obligatoire dans les cas suivants :

- Si votre société est une société par actions simplifiée, elle devra répondre à deux des critères suivants :
 - total bilan : 1 million d'euros ;
 - chiffre d'affaires : 2 millions d'euros ;
 - nombre moyen d'employés salariés : 20.
- Si votre société est une société anonyme, dans tous les cas.

Les seuils ainsi fixés pour une SAS peuvent être très rapidement atteints et cela peut être le cas après la levée.

La nomination du CAC peut être considérée comme une simple formalité, et le plus souvent votre investisseur vous proposera de prendre le cabinet avec lequel il a l'habitude de travailler. Réfléchissez avant d'accepter la proposition de vos investisseurs et faites une analyse comparative sur le marché. Vous allez très vite comprendre pourquoi.

Le CAC est un professionnel de la comptabilité qui est missionné par les actionnaires de l'entreprise afin de certifier que les comptes sont « réguliers et reflètent une image sincère et fidèle de la situation financière de la

société³ » à la date de clôture de cette dernière. Pas forcément expert-comptable, le CAC est assermenté, et sa mission est d'ordre légal. Sa responsabilité est grande, et ses travaux sont souvent très poussés.

Le CAC est donc nommé par les actionnaires pour six ans, et il est payé par... l'entreprise. Il va intervenir une fois l'an au minimum chez vous et effectuera un certain nombre de travaux de revue de vos comptes et de vos processus internes. Le CAC peut être indépendant ou bien faire partie d'un cabinet de taille plus ou moins grande.

Si les choses ne se passent pas bien avec lui, vous ne pourrez pas vous en séparer avant la fin de son mandat, sauf cas exceptionnel. Par ailleurs, ses tarifs vont être extrêmement variables. Le CAC doit effectuer un minimum d'heures selon la typologie de la mission et de l'entreprise auditée. Ce minimum d'heures sera le même pour tous. Seul le taux horaire moyen changera, et les premiers honoraires d'un CAC pourront ainsi varier de 2 500 euros à 10 000 euros pour la même mission.

Enfin, même si le CAC a une certaine déontologie, vous ne pourrez pas vous empêcher de penser qu'il représente « les yeux et les oreilles » de vos investisseurs.

Faites donc une revue de plusieurs commissaires aux comptes. Proposez-en deux ou trois à l'organe de décision et essayez de choisir le CAC le plus neutre possible. Idéalement, il connaît votre expert-comptable (ce qui facilitera les échanges), et ses tarifs sont raisonnables, sans pour autant être les plus bas.

3 - Vous retrouverez cette phrase dans les rapports des CAC.

Les échecs post-levée existent

Si ne pas bénéficier de suffisamment de fonds peut avoir des conséquences désastreuses sur le futur de votre entreprise, il en est qui ont levé des sommes énormes et se sont trouvées dans les pires difficultés ensuite, jusqu'à devoir fermer.

Mon objectif n'est pas de vous faire peur ou de dresser un tableau sinistre de la levée de fonds. Il s'agit simplement de prendre quelques exemples plus ou moins récents de ces échecs, en espérant que les erreurs de certains vous éviteront de commettre les mêmes et vous permettront d'identifier certains points difficiles et récurrents.

Bon nombre de start-up échouent. Mais quelles sont les raisons de ces échecs ? Je ne peux que vous conseiller de consulter les analyses du site de CB Insights sur les échecs des start-up. Ces analyses sont très factuelles. Voici un des liens : <http://cbinsights.com/research/startup-failure-post-mortem/#2017update2>

Je vous exposerai ici certains cas historiques, comme Webvan, Pay By Touch ou encore Quirky, et je reviendrai également sur plusieurs cas français plus récents.

Webvan

Si la start-up californienne Webvan a levé près de 800 millions de dollars, cela ne l'a pas empêchée de faire faillite un an après cette levée spectaculaire. Créée à la fin des années 1990, la société était l'une des premières start-up à s'être spécialisée dans la livraison de produits d'épicerie. L'objectif était de livrer des produits frais en moins de 30 minutes à domicile.

La société a rencontré de nombreuses difficultés qui n'auront pas été compensées par des financements aussi significatifs. Les analyses *a posteriori* parlent d'un

positionnement hasardeux, d'une politique de prix qui ne pouvait pas fonctionner et d'une infrastructure totalement inadaptée à la proposition de valeur. La société a dépensé de manière inconsidérée des sommes folles, augmentant sa flotte de véhicules par exemple, mais sans avoir une connaissance fine de sa clientèle qui lui aurait permis de faire croître la demande. Cependant, elle a su lever 800 millions de dollars, ce qui est tout de même une somme, non⁴ ?

On peut aussi se poser certaines questions quant à la gouvernance de l'entreprise face à une situation qui se dégradait certainement à chaque board. La société fut reprise par Amazon en 2009.

Pay By Touch

Créée au début des années 2000 à San Francisco, Pay By Touch, start-up très en avance technologiquement, avait décidé de totalement révolutionner le secteur du paiement, en développant le paiement par reconnaissance d'empreinte digitale.

La société a levé en quelques années près de 340 millions de dollars auprès des plus grands investisseurs de la place à l'époque : Gordon Getty, Ron Burkle, ou encore le fonds Farallon Capital. Cet argent aurait été dépensé de manière inconsidérée par un dirigeant qui n'était, semble-t-il, pas à sa place, alors qu'il s'agissait d'un secteur en pleine expansion et d'une entreprise en avance sur les GAFA. John Rogers sera accusé d'abus de biens sociaux, de détention et usage de drogue, etc.

4 - L'histoire est racontée dans *Le Manuel du créateur de start-up*, de Steve Blank et Bob Dorf, paru aux Éditions Diateino en 2013.

Mais les analyses vont plus loin que le constat d'un piètre personnage, en montrant que la technologie était peut-être arrivée un peu tôt, avec des clients et utilisateurs dont la société n'avait pas réussi à gagner la confiance en particulier sur le terrain de la sécurité. Le témoignage d'un ancien collaborateur est assez éclairant sur le sujet. Les clients se demandaient s'ils ne risquaient pas de se faire couper les doigts, par exemple. La société eut tout de même plus de 4 millions d'utilisateurs sur plus de 3 000 points de vente. Mais le modèle tel qu'il avait été conçu ne pouvait réellement fonctionner de manière efficace qu'avec des systèmes installés dans tous les points de vente. Très sensibles et basés sur des technologies alors de pointe, les systèmes étaient coûteux à installer et à maintenir. La société a ainsi recruté un grand nombre de salariés, et elle est partie dans des dépenses inconsidérées.

La stratégie devint au fil du temps de plus en plus hasardeuse, avec les rachats d'autres sociétés dans des secteurs qui n'avaient pas de lien direct avec la technologie de Pay By Touch. La société fermera en 2007, ne pouvant plus payer ses collaborateurs.

Quirky

Elle aussi à l'initiative d'un concept particulièrement innovant, la start-up Quirky déposera le bilan après avoir levé plus de 170 millions de dollars auprès de fonds aussi prestigieux que le fonds Andreessen Horowitz.

Quirky était en quelque sorte le Kickstarter du concours Lépine. L'idée de Quirky était de proposer des concepts d'objets connectés sur une plateforme en ligne. Ces concepts étaient ainsi mis au vote sur Internet, puis Quirky déposait les brevets des objets sélectionnés,

coproduisait et distribuait alors des séries avec cofinancement en crowdfunding.

Malgré des produits à succès et des collaborations poussées avec des acteurs de la distribution comme le groupe Auchan en France, la société semble avoir souffert d'un certain nombre de productions hasardeuses, et d'une gestion financière défailante.

SearchMe

La société, créée en 2005, développait un moteur de recherche d'un nouveau genre qui mettait en avant un système de visualisation encore inédit alors, y intégrant un système d'interaction avec Facebook ou encore Twitter. La société leva près de 50 millions de dollars avant de fermer ses portes en 2009.

Les analyses de son échec sont axées sur l'exécution et la fiabilité du produit proposé à l'utilisateur : un design inadapté, une expérience utilisateur décevante, des fonctionnalités basiques inexistantes comme le comptage du nombre de résultats. Les équipes se rendront compte trop tard de ces lacunes, et il ne sera plus possible de lever à nouveau.

Boo.com

Ce n'est pas parce qu'une entreprise peut se vanter de plus d'1 million de visiteurs uniques par mois qu'elle est hors de portée de toute situation difficile. Boo.com, société britannique de vente en ligne de vêtements sportswear, avait développé une offre pour les internautes avec un système de visualisation en trois dimensions. Forts de cette technologie, les fondateurs ont su lever plus de 100 millions d'euros auprès de structures réputées pour leur sérieux comme le groupe LVMH ou le banquier Goldman Sachs.

Malheureusement, la société n'a jamais su mettre en place une stratégie permettant des taux de transformation significatifs. Pire, ils étaient parmi les plus faibles connus du secteur. Ceci n'a cependant pas empêché les fondateurs d'utiliser une large partie des fonds levés pour des dépenses qui n'avaient pas grand-chose à voir avec la stratégie initiale.

Save

Cette start-up française était spécialisée dans la réparation expresse de smartphones. Elle aura levé 15 millions d'euros auprès des plus grands fonds de la place parisienne. Mais cela ne lui aura pas permis de subsister bien longtemps.

La gestion de la croissance a été un vrai problème pour le jeune entrepreneur qui avait fondé sa société à l'âge de 23 ans. La société est passée de 25 à 400 salariés en 18 mois et a ouvert près d'une centaine de corners sur cinq pays pendant cette période. La multiplication des corners Save, sans mise en place de systèmes efficaces de contrôle interne, ont eu raison du succès de l'entreprise qui en était arrivée à brûler plus d'1 million d'euros tous les mois. Les investisseurs eux-mêmes ont admis n'avoir pas été suffisamment près des chiffres de l'entreprise, ce qui leur aurait probablement permis de mieux comprendre une situation qui allait droit dans le mur.

Menlook

Créée par Marc Menassé en 2010, la plateforme de vente de vêtements de mode pour homme a levé près de 50 millions d'euros en cinq ans. Elle connaît un succès rapide et prend vite le leadership en France. Mais son

fondateur veut viser plus loin et s'intéresse d'abord à la Grande-Bretagne, puis à l'Allemagne en 2015.

C'est en Allemagne que les choses se sont nettement compliquées avec des investissements extrêmement lourds et des succès qui tardaient à arriver, aboutissant à la mise en redressement du groupe en 2016.

Take It Easy

Take It Easy, fut un temps le leader de la livraison de repas à domicile et au bureau en France. Financée par Rocket Internet DN Capital, la société présentait des chiffres de croissance très significatifs, mais un business model probablement moins convaincant que les autres.

La société n'a jamais réussi à trouver d'investisseurs pour son troisième tour de table. Après des audits poussés, les discussions avec le dernier fonds intéressé ont ainsi ruiné tout espoir de continuité d'exploitation. La société avait levé 16 millions d'euros en tout, dans un secteur où l'on constate aujourd'hui des levées très significatives. À titre d'exemple, son concurrent Deliveroo a levé consécutivement 275 millions de dollars en août 2016, puis 385 millions de dollars en septembre 2017 sur une valorisation de 2 milliards. C'est ce que tout le monde appelle le jeu du « Winner takes it all ».

Les acteurs de ce secteur se lancent ainsi dans une course effrénée aux financements et à la dépense. L'implantation dans de nouvelles métropoles, les campagnes de marketing mondiales ont raison d'un « cash burn » (consommation de trésorerie) difficilement soutenable, qui laissera forcément d'autres acteurs au bord de la route. Les entreprises fonctionnent à perte pour emporter un marché où il semble que celui qui aura les poches les plus pleines devrait gagner, ne laissant ainsi pas de

place aux autres. Take It Easy en aura fait l'amère expérience. Ce qui n'empêche pas la coexistence d'acteurs différents dans d'autres secteurs de l'Internet qui ont connu ces courses en avant.

Quelles leçons tirer de ces échecs ?

Parlons tout d'abord du comportement des fondateurs. S'il est difficile de généraliser, convenons cependant qu'être capable de lever des sommes colossales auprès de fonds d'investissement prestigieux peut probablement monter à la tête de certains. Adulés par une presse toujours à la recherche de nouveaux héros, ces entrepreneurs se sont parfois laissés griser par les projecteurs des plateaux télévisés, s'éloignant un peu trop des fondamentaux de leur activité. Garder la tête froide reste donc un mot d'ordre à ne jamais oublier.

Ces entrepreneurs ont parfois passé énormément de temps happés par la levée de fonds, coupés de la réalité de leur marché et de leurs équipes. L'aventure post-levée en est d'autant plus difficile que les attentes de chacun sont fortes et que les approches stratégiques ne sont plus toujours en adéquation avec une réalité de marché.

Si l'objectif est de se développer le plus rapidement possible, comme l'établit le business plan ambitieux que l'on a vendu à ses investisseurs, il n'en reste pas moins que cette course à la croissance et au chiffre d'affaires sans préoccupation de la rentabilité peut être dangereuse. On constate trop souvent une absence totale de rigueur dans la gestion de l'entreprise pendant cette période.

La recherche de la rentabilité ne doit jamais disparaître des objectifs de l'entrepreneur. Le problème est qu'il ne s'en rendra vraiment compte que lorsque l'activité deviendra difficile. Pas sûr que les banquiers et investisseurs le

suivent encore à ce moment-là. Dans les exemples que nous avons pu voir, il semble que les investisseurs aient manqué de clairvoyance.

Confier des millions d'euros à des jeunes gens de 25 ans est une réelle responsabilité et un accompagnement sérieux est prioritaire. Les investisseurs le savent et pourtant laissent parfois faire les choses de manière surprenante. La mise en place d'une équipe financière après une levée significative est ainsi une décision importante à prendre pour les jeunes entrepreneurs, s'ils ne l'ont pas déjà constituée auparavant. Un directeur financier sera en effet là pour accompagner le dirigeant, pour mettre en place des systèmes de contrôle interne ainsi que des outils permettant de suivre l'activité au mieux, et pour l'aider sur un grand nombre d'autres sujets stratégiques.

La mauvaise appréhension des taux de conversion, une concurrence qui elle aussi lève beaucoup et fait jeu égal avec vous, des recrutements qui prennent nettement plus de temps que prévu ou qui se montrent décevants, des événements économiques qui pèsent sur votre secteur d'activité, voilà juste quelques exemples de ce qui pourrait arriver à votre entreprise. Sans une communication appropriée auprès de vos investisseurs, vous risquez de perdre rapidement leur confiance.

Vous l'aurez compris, la levée de fonds est une des étapes de la vie d'une start-up. Une étape parfois semée d'embûches mais qui n'a pour objet que de permettre à votre entreprise de se développer plus rapidement et de conquérir de nouveaux marchés.

C'est le début d'une aventure qui restera entre vos mains pendant au moins un temps et dans laquelle vous serez attendu par des collaborateurs, des investisseurs, des journalistes, des concurrents et un marché.

Surtout n'oubliez jamais que le meilleur financeur d'une entreprise, reste et restera encore pour longtemps le CLIENT ! Comme le disait l'industriel Henry Ford (1863-1947) : « Ce n'est pas l'employeur qui paie les salaires, mais le client. »

Conclusion

Pour terminer, voici mes 11 conseils post-levée. Faites-en bon usage !

1. Gardez toujours la tête froide, et ne vous laissez jamais emballer par la gloire éphémère d'un passage sur une chaîne de télévision, ou en couverture d'un journal.
2. Gardez toujours en mémoire que l'argent que vous avez levé n'est pas le vôtre, mais celui de votre entreprise.
3. Maintenez une forte cohésion entre fondateurs. Apprenez à vous dire les choses.
4. N'oubliez jamais que lorsqu'une banque ou une structure d'aide à l'innovation prête de l'argent à votre entreprise, elle s'attend à ce qu'il lui soit remboursé.
5. Focalisez-vous sur la meilleure manière d'allouer les fonds levés, et gardez les bonnes habitudes du passé, en cherchant à obtenir le meilleur rapport qualité/prix/service sur chacune de vos dépenses.
6. Faites-vous aider par des professionnels d'expérience si vous ne vous sentez pas à l'aise sur certains sujets comme la finance ou le recrutement. Il

existe aujourd'hui bon nombre d'intervenants free-lance expérimentés qui seront prêts à travailler avec vous et vous sécuriseront sur des sujets pas toujours intuitifs.

7. Faites de votre mieux pour recruter les meilleurs profils sur les postes les plus stratégiques, tout en restant si possible prudent sur les salaires demandés. Il existe des salaires de marché pour chaque type de poste. Utilisez-les !
8. Faites très attention à la culture d'entreprise et à bien rester à l'écoute de vos équipes. Cela ne signifie pas dire « oui » à la moindre requête, mais faire attention aux signaux faibles.
9. Sachez célébrer les succès avec vos équipes et vos investisseurs, mais aussi partager les échecs.
10. Essayez de ne jamais vous satisfaire de vos résultats et cherchez à toujours faire mieux. Le suivi de vos indicateurs clés sera pour cela un outil de mesure parfait.
11. Enfin, communiquez et impliquez vos investisseurs dans les décisions importantes et difficiles de votre entreprise.

Quelques outils pour vous aider sur votre business plan

Les projections financières

Voici une liste non exhaustive de sites sur lesquels vous trouverez des outils gratuits pour construire les projections financières de votre business plan :

- <http://montpellier-business-plan.com/fr>
- <http://fisy.fr>
- <http://macreationdentreprise.fr/modele-business-plan-creation-ou-reprise-dentreprise>

Pour de belles présentations

- <http://visage.co/11-design-tips-beautiful-presentations>

Les livres de Nancy Duarte :

- *Slide : ologie : L'art de réaliser des présentations efficaces*, Diateino, 2017.
- *Vibrations : Transformez vos présentations en histoires visuelles pour captiver et conquérir votre auditoire*, Diateino, 2011.

Pour mieux appréhender votre business model

Quelques liens utiles

- <http://slideshare.net/Alex.Osterwalder/business-model-canvas-poster>
- Le blog de Steve Blank : <http://steveblank.com>
- Le blog d'Eric Ries : <http://startuplessonslearned.com>
- Le blog de Guy Kawasaki : <http://guykawasaki.com/blog>

Les livres incontournables

- Steve Blank et Bob Dorf, *Le Manuel du créateur de Startup : Étape par étape, bâtissez une entreprise incroyable !*, Diateino, 2013.
- Guy Kawasaki, *L'Art de se lancer : Le guide tout-terrain pour tout entrepreneur*, Diateino, 2015.
- Alexander Osterwalder et Yves Pigneur, *Business Model Nouvelle Génération : Un guide pour visionnaires, révolutionnaires et challengers*, Pearson, 2011.
- Eric Ries, *Lean Startup : Adoptez l'innovation continue*, Pearson, 2015.

Quelques articles sur le sujet

- Eric Ries : <http://theleanstartup.com/principles>
- *Harvard Business Review* : <http://hbr.org/2013/05/why-the-lean-start-up-changes-everything>
- Steve Blank : <http://steveblank.com/category/business-model-versus-business-plan>

Vous êtes sur un modèle en SaaS ?

- Comprendre le modèle SaaS : <http://blog.asmartbear.com>, le blog de Jason Cohen.

- Outils d'analyse de son business SaaS et des indicateurs clés essentiels :
 - Profitwell.com
 - Baremetrics.com
 - Chartmogul.com

Trouvez vos investisseurs

Attention : cette liste est très évolutive et non exhaustive. Par ailleurs, certaines structures proposent plusieurs types de financement.

Financement participatif

Crowdfunding par don

- Kickstarter : <http://kickstarter.com>
- Babeldoor : <http://babeldoor.com>
- KissKissBankBank : <http://kisskissbankbank.com>
- Ulule : <http://ulule.com>
- MiiMOSA : <http://miimosa.fr>

Crowdfunding for equity

- Anaxago : <http://anaxago.com>
- Happy Capital : <http://happy-capital.com>
- Kiosk to invest : <http://kiosktoinvest.com>
- Lendosphere : <http://lendosphere.com>
- Lita : <http://fr.lita.co> (anciennement 1001Pact)
- Particeep : <http://particeep.com>
- SmartAngels : <http://smartangels.fr>
- Sowefund : <http://sowefund.com>

- SPEAR : <http://spear.fr>
- Wiseed : <http://wiseed.com/fr>

Autres plateformes

- Finple : <http://finple.com>
- U'Start'Me : <http://ustartme.com>
- WeLikeStartup : <http://welikestartup.com>
- Bulb in Town : <http://bulbintown.com>

Crowdlending

- Babyloan : <http://babyloan.org/fr>
- Bolden : <http://bolden.fr>
- Credit.fr : <http://credit.fr>
- hellomerci : <http://hellomerci.com/fr>
- Lendix : <http://lendix.com>
- Les Entreprêteurs : <http://lesentrepreneurs.com>
- Look & Fin : <http://lookandfin.com>
- Prêtgo : <http://pretgo.fr>
- Unilend : <http://unilend.fr>

Comparer les différents acteurs du crowdlending : <http://pretparticipatif.info>

Vous pouvez aussi consulter le site des Assises de la Finance Participative, ainsi que leur page Facebook.

À voir aussi le site de Bpifrance dédié au sujet : <http://tousnosprojets.bpifrance.fr>

Les business angels

Deux annuaires à consulter absolument :

- France Angels, qui regroupe les réseaux de business angels : <http://franceangels.org>
- Fusacq, plus spécialisé dans la revente et la reprise de structures : <http://fusacq.com>

Deux sites incontournables lorsque l'on cherche des business angels de renom :

- AngelList, la plateforme américaine qui a initié les « syndicates¹ » : <http://angel.co>
- Une structure française assez proche, AngelSquare : <http://home.angelsquare.co>

N'hésitez pas à rechercher aussi sur Investir.com, Challenges.fr et toutes les revues qui parlent des business angels de manière récurrente et qui, par ce biais, permettent d'identifier qui contacter. Vous trouverez par exemple le blog du site AngelSquare qui répertorie les business angels français les plus actifs : <http://blog.angelsquare.co/les-business-angels-français-les-plus-actifs-classement-2017-d0be1c3363ab>

Destiné à compléter des investissements en capital des business angels, le fonds F3A (Fonds Ambition Amorçage Angels) de Bpifrance : <http://bpifrance.fr/Qui-sommes-nous/Nos-metiers/Fonds-propres2/Fonds-directs-Bpifrance/Capital-Innovation/Fonds-Ambition-Amorçage-Angels-F3A>

Le capital investissement

En France

- Le « Guide des fonds délivrés » par l'AMF en 2016 : <http://amf-france.org/Epargne-Info-Service/Autres-infos-et-guides-pratiques/Investir-en-fonds-et-sicav>
- Le site du capital risque en région : <http://unicer.fr>
- Comprendre l'activité de Bpifrance en financement en fonds propres : <http://bpifrance.fr/Qui-sommes-nous/Nos-metiers/Fonds-propres2>

1 - Les « syndicates » permettent à des investisseurs de participer aux investissements effectués sur une plateforme par un business angel renommé.

- Le site de l'Association française des investisseurs en capital (AFIC), très complet : <http://afic.asso.fr>
- Pour en connaître les membres : <http://afic.asso.fr/fr/Menu-droite/l-annuaire-des-membres.html>

À l'international

- *En Europe* : EVCA Yearbook (European Venture Capital Association) : <http://investeurope.eu>
- *Aux États-Unis* : National Venture Capital Association : <http://nvca.org>
- *Pour l'Asie* : Asia Venture capital Journal : <http://avcj.com>
- *À ne pas rater* : le top 100 des Venture Capitalists par CB Insights : <http://cbinsights.com/research/top-venture-capital-partners>

A N N E X E 3

Principales ICO en 2017

Source : CB Insights

Entreprise (Pays)	Activité	Date de l'ICO	Montant de l'ICO
Civic (US)	Plateforme pour vérifier une identité grâce à la blockchain	21 juin 2017	33 millions de dollars
Bancor Protocol (US)	Plateforme d'échanges de crypto-monnaies en réserve	12 juin 2017	153 millions de dollars
Brave (US)	Navigateur web qui bloque les publicités et les remplace par du contenu plus qualitatif	31 mai 2017	35 millions de dollars
Mysterium Network (Suisse)	Réseau virtuel privé décentralisé	30 mai 2017	14 millions de francs suisses
Veritaseum (US)	Plateforme de transactions en peer-to-peer sur les marchés financiers	Du 25 avril au 26 mai 2017	13,9 millions de dollars
MobileGo (US)	Plateforme de jeux vidéo sur mobile décentralisée	Du 25 avril au 25 mai 2017	53 millions de dollars
Storj (US)	Stockage de cloud décentralisé	Du 19 au 25 mai 2017	29,2 millions de dollars

Entreprise (Pays)	Activité	Date de l'ICO	Montant de l'ICO
Aragon (Estonie)	Plateforme pour créer et gérer des organisations décentralisées (DAO)	17 mai 2017	24,7 millions de dollars
Token Card (Singapour)	Carte de débit basée sur un portefeuille Ethereum	2 mai 2017	12,7 millions de dollars
Gnosis (US)	Plateforme prédictive pour les marchés financiers	24 avril 2017	12,2 millions de dollars
iExec (France)	Cloud distribué	19 avril 2017	12 millions de dollars
Cosmos Network (Suisse)	Réseau pour améliorer les problèmes d'interopérabilité des blockchains	6 avril 2017	15 millions de francs suisses
Qtum (Singapour)	Plateforme blockchain open source pour faciliter le développement de smart contract	Du 16 au 21 mars 2017	15,6 millions de dollars

Quelques vidéos à visionner en urgence pour des pitches de haut vol

Il semble plus simple de savoir ce qu'il ne faut pas faire, que ce qu'il faut faire... Voici donc en vidéo des exemples de pitches à éviter (en anglais et en français). Il y a des chances que vous passiez un bon moment en visionnant ces différentes prestations. Mais dites-vous bien que ces entrepreneurs croyaient en leur projet et en leur chance de séduire les investisseurs. Probablement comme vous...

Pour commencer, je ne résiste pas à l'envie de mettre en avant l'exemple français du pire pitch que l'on puisse voir. Il s'agit d'une parodie de présentation d'un projet que vous trouverez sur YouTube : « Startup Bullshit fail pitch », par Rémy Bigot (<http://youtube.com/watch?v=9DAR1SVrgNw>). Il est fondateur de markeet.io, mais cela n'a strictement rien à voir avec le projet qu'il présente dans cette vidéo. Vous y retrouverez tous les clichés les plus affligeants que l'on puisse entendre. Et ce pitch ressemble malheureusement à ceux que l'on peut

encore parfois subir. Regardez cette vidéo de 3 minutes aussi souvent que possible. Chaque phrase a été pesée et met en avant des impairs... Un vrai délice !

Les émissions de pitch

Il n'y a pas beaucoup d'émissions autour de l'investissement qui soient réellement intéressantes. Cependant vous trouverez deux émissions anglo-saxonnes réellement passionnantes : *Dragons' Den* et *Shark Tank*.

Le principe de ces deux émissions est de donner à des entrepreneurs qui recherchent des fonds la chance de pitcher leur projet devant cinq ou six investisseurs reconnus. Bien entendu, tout est un peu scénarisé, mais les investisseurs et les entrepreneurs sont très sérieux et les présentations sont vraiment de bon niveau.

Vous trouverez sur YouTube une série de pitches, avec surtout ceux qui sont appelés les « worst pitches ». Je ne peux que les recommander.

Pour l'émission Dragons' Den

- L'entrepreneur qui n'accepte pas la concurrence et pense que son offre est exceptionnelle : <http://youtube.com/watch?v=wCUIkH8UP4w&t=127s>
- L'entrepreneur qui n'écoute pas les questions et n'a vraiment aucun marché : http://youtube.com/watch?v=vKFJ_AI3PWA&t=2s
- La pire démonstration de service possible : <http://youtube.com/watch?v=olPfrZY-30>

Pour l'émission Shark Tank

Le pire :

- <http://youtube.com/watch?v=mkJKjdbluRg>

- Et cette vidéo qui présente un pitch réellement désolant : <http://youtube.com/watch?v=ESHkaF5NJRg>. Il s'agit d'un couple d'entrepreneurs qui présente une belle offre, mais ces derniers ont déjà cédé 75 % des parts de leur entreprise lors de leur première levée de fonds, une levée de 750 000 de dollars pour une valorisation post-money de 1 million de dollars. Ils n'ont plus les mains libres, et ne peuvent bien entendu plus faire appel à des investisseurs sans à nouveau perdre des parts de l'entreprise. Cette vidéo est très instructive.

Le meilleur :

- <http://youtube.com/watch?v=pjKbagr2Bvg>

ANNEXE 5

Grille d'analyse de pitch

Cette grille a été conçue à partir de multiples expériences de jury de concours de pitches. Elle reprend l'ensemble des critères essentiels au succès d'un bon pitch. À utiliser sans modération !

ANALYSE DE LA PRESTATION DU PITCH

SUJET	QUESTIONS	NOTE DE 0 À 3 0 : ABSOLUMENT PAS 3 : TOTALEMENT	COMMENTAIRES
Problème	J'ai compris le problème à résoudre. Le problème peut toucher un nombre de clients considérable. Les solutions actuelles ne sont pas adaptées ou inexistantes.		
Solution	J'ai compris la solution proposée. Elle répond d'après moi au problème présenté. Elle est différente de ce que l'on voit aujourd'hui.		
Concurrence	La concurrence a été bien présentée. Les éléments différenciateurs sont clairement exprimés. La présentation met en avant un vrai marché. Je devine une réelle avance sur le reste des acteurs du marché.		
Slides	Il y avait beaucoup de texte dans les slides. Il y avait assez de slides. Les slides étaient clairs et lisibles. Les slides ne présentaient aucune faute (grammaire, orthographe, calculs).		
Présentation orale	L'enthousiasme du présentateur se ressent. Son style est agréable. Il maîtrise son sujet. Je sens en lui un leader, énergique et passionné.		

ÉLÉMENTS D'AMÉLIORATION

Listez tout ce que vous avez considéré comme des points positifs de la présentation (5 points maximum)	
Listez tout ce qui ne vous a pas plu lors de la présentation (5 points maximum)	
Quelles recommandations proposez-vous afin d'améliorer la présentation, tant sur les slides qu'à l'oral ? (5 points maximum)	

Un exemple d'accord de confidentialité à faire signer dans le cadre d'une due diligence

Accord de confidentialité

Entre

La **société JELÈVE**, société par actions simplifiée au capital de XXXX euros, immatriculée au RCS de Paris sous le numéro XXXX dont le siège social est situé au XXXXXXXXXXXX, dûment représentée par son Président Monsieur YYYYYYYY, ayant tous pouvoirs à l'effet des présentes. Ci-après « **LA SOCIÉTÉ** ».

D'une part,

Et

La **société AUDIT**, société par actions simplifiée au capital de XXXX euros, immatriculée au RCS de Paris sous le numéro XXXX dont le siège social est situé au XXXXXXXXXXXX, dûment représentée par son Président Monsieur YYYYYYYY, ayant tous pouvoirs à l'effet des présentes. Ci-après « **L'AUDITEUR** ».

D'autre part.

Ci-après dénommées ensemble les « **PARTIES** ».

PRÉAMBULE

L'AUDITEUR a été mandaté par le fonds d'investissement VC1001 pour procéder à l'audit comptable et financier de la SOCIÉTÉ, dans le cadre d'une éventuelle participation du fonds dans le capital de cette dernière.

En cas de signature du présent accord, les parties seront amenées à échanger un certain nombre de données et informations sensibles.

À cet effet, les parties entendent s'assurer que chacune d'elles s'engage à respecter une stricte confidentialité.

L'AUDITEUR déclare être informé du caractère substantiel du présent engagement de confidentialité et s'engage à en garantir le respect tant par lui-même que par ses préposés ou par toute personne qui sera amenée à en prendre connaissance par son intermédiaire.

En conséquence, les parties ont convenu ce qui suit :

1. DÉFINITIONS

Le terme « **Informations Confidentielles** » désigne toutes les informations de quelque nature que ce soit (notamment d'ordre technique, juridique, comptable, informatique, commercial, marketing, stratégique ou financier) qui ont été ou pourront être échangées, communiquées, transmises ou présentées entre les Parties dans le cadre de l'Audit ou de tout échange ou discussion survenant en vertu du présent Accord, par tous moyens et sous quelque forme et support que ce soit, y compris, sans que cette liste ne soit limitative, tout écrit, note, copie, rapport, document, étude, analyse, schéma, dessin, maquette, listing, prototype, base de données, outil applicatif, logiciel ou document numérique, spécification,

chiffre, logo, graphique, enregistrement sonore et/ou reproduction graphique, et plus généralement toutes informations relatives aux propriétés, aux technologies et/ou au savoir-faire de chacune des Parties.

Le terme « **Data Room** » désigne le lieu dans lequel sont rassemblées par la SOCIÉTÉ l'ensemble des informations devant être revues par l'AUDITEUR. Cet espace pourra être un lieu physique ou un espace numérique dédié et sécurisé.

2. OBJET

Le présent accord a pour but d'arrêter les conditions de communication des informations échangées par les Parties et de fixer les règles relatives à leur utilisation et à leur protection.

3. DURÉE

Le présent accord de confidentialité est conclu pour une durée de deux ans à compter de sa signature, sauf prorogation d'un commun accord entre les Parties.

4. ENGAGEMENTS DE L'AUDITEUR

L'AUDITEUR s'engage à ce que les informations confidentielles :

- soient protégées et gardées strictement confidentielles ;
- soient traitées avec le même degré de protection accordé à ses propres informations confidentielles de même importance ;
- ne soient pas divulguées, ni susceptibles de l'être directement ou indirectement à tout tiers ; ne soient divulguées de manière interne qu'aux seuls membres de son personnel ayant à en connaître le contenu et

ne soient utilisées par ces derniers que dans le but défini par le préambule du présent accord ;

- ne soient ni copiées, ni reproduites, ni dupliquées totalement ou partiellement lorsque de telles copies n'ont pas été autorisées.

Toutes les informations confidentielles communiquées par la SOCIÉTÉ et leurs éventuelles reproductions sont et resteront la propriété de celle-ci et devront lui être restituées immédiatement à première demande. Une demande de restitution immédiate ou de destruction des documents sera ainsi faite au cas où le processus de levée de fonds auprès du fonds VC1001 serait annulé.

5. LIMITES

Toutes les informations confidentielles communiquées par la SOCIÉTÉ dans le cadre de la Data Room relèvent du présent accord de confidentialité.

Ne seront pas considérées comme Informations Confidentielles, les informations suivantes :

- informations tombées dans le domaine public au moment de la divulgation ;
- information divulguée par un tiers qui la détient légitimement et qui dispose du droit de la divulguer ;
- informations divulguées conformément à une obligation légale ou procédure judiciaire ;
- étant entendu que la charge de la preuve du caractère non confidentiel d'une information tel que cité ci-dessus, repose sur la partie qui l'aura divulguée.

6. COMMUNICATION

Dans le cadre de l'exécution du présent accord, chacune des parties désignera l'un de ses représentants, ayant pour fonction de coordonner et maîtriser la communication

des informations échangées dans le cadre du présent accord et transmises au sein de la Data Room.

7. LOI APPLICABLE – COMPÉTENCE

Le présent Contrat est soumis aux lois et règlements français.

En cas de différend relatif à la validité, l'interprétation, à l'exécution ou à la résiliation du Contrat, les Parties s'obligent, préalablement à tout autre recours, à mettre en œuvre leurs meilleurs efforts afin de trouver une solution amiable.

En cas de désaccord persistant, l'affaire sera portée devant les Tribunaux français compétents.

8. SINCÉRITÉ

Les parties déclarent sincères les présents engagements. À ce titre, elles déclarent ne disposer d'aucun élément à leur connaissance qui, s'il avait été communiqué, aurait modifié le consentement de l'autre partie.

9. TRIBUNAL

Le présent Contrat est régi par la loi française.

En cas de litige, compétence expresse est attribuée au tribunal de commerce de XXXX.

ANNEXE 7

Liste de documents demandés dans le cadre d'une due diligence

Voici une liste des éléments que l'on vous demandera très probablement dans le cadre d'une revue de votre société. Cette liste n'est, bien entendu, pas exhaustive et vous comprendrez qu'elle ne sera pas définitive. Les auditeurs reviendront souvent vers vous avec des besoins de documents complémentaires, ce qui est naturel.

Présentation générale

- 1 Document de présentation de la société
- 2 Tous documents destinés à l'investisseur
- 3 Business plan détaillé
- 4 Toute plaquette ou autre document commercial
- 5 Liste et copie des procédures internes écrites
- 6 Liste des outils de gestion financière, RH, facturation, etc. utilisés au sein de la société

Droit des sociétés (pour la société et toute filiale)

- 1 Statuts à jour
- 2 Pacte d'actionnaires actuel
- 3 PV de toutes les assemblées générales ordinaires et extraordinaires
- 4 PV des conseils d'administration ou équivalent
- 5 Extrait Kbis récent
- 6 Liste des participations
- 7 Organigramme des structures juridiques
- 8 Table de capitalisation à jour
- 9 Registre des mouvements de titres
- 10 Explication des principales opérations en capital ayant eu lieu au sein de la société
- 11 Détails des éventuels plans de BSA
- 12 Liste de tous les privilèges, garanties, hypothèques, nantissements, sûretés octroyés par la société
- 13 Copie de toutes les délégations et limitations de pouvoir des dirigeants de la société

Ressources humaines

- 1 Organigramme fonctionnel de la société
- 2 Registre du personnel
- 3 Liste des conventions collectives applicables aux salariés de la société
- 4 Copie du règlement intérieur applicable au sein de la société
- 5 Liste du personnel (nom, prénom, date d'entrée, fonction, type de contrat, salaire brut, bonus éventuel)
- 6 Procédures en place écrites concernant les collaborateurs (entrée, sortie, congés...)

- 7 Liste des recrutements en cours (nom, prénom, date d’entrée, fonction, type de contrat, salaire brut, bonus éventuel)
- 8 Contrats de travail de l’ensemble des collaborateurs
- 9 Déclaration annuelle des salaires
- 10 Liste des avantages particuliers octroyés aux collaborateurs (tickets restaurant, politique de remboursement des frais, véhicules de fonction, etc.)
- 11 Journaux de paye
- 12 Liste des départs de collaborateurs au cours de l’exercice avec motifs
- 13 Liste des prud’hommes en cours et/ou réglés
- 14 Copie de l’ensemble des mécanismes de rémunération complémentaire ou tout autre engagement similaire à la charge de la société
- 15 Plans de retraite, prévoyance, mutuelle, assurance maladie dont bénéficient les salariés de la société
- 16 Descriptif des autres avantages sociaux dont bénéficient l’ensemble ou une catégorie de salariés dans la société
- 17 Copie des documents relatifs à la création et/ou au renouvellement de la représentation du personnel
- 18 Copie de tous les contrats de mise à disposition de personnel conclus entre la société et des sociétés tierces
- 19 Liste des dirigeants actuels de la société précisant leur titre, rémunération et terme du mandat

Données financières

- 1 États financiers et liasses des trois derniers exercices
- 2 Méthodes comptables appliquées au sein de la société
- 3 Copie des rapports des commissaires aux comptes de la société pour les trois derniers exercices

- 4 Situation comptable la plus récente possible : bilan, compte de résultat et annexes
- 5 Balances âgées client/fournisseur
- 6 Derniers rapprochements bancaires de toutes les banques
- 7 Derniers états de reporting intégrant les indicateurs clés de la société
- 8 Éléments hors bilan (cautions, garanties, engagements, retraites...)
- 9 Évolution sur les six derniers mois des indicateurs clés de performance
- 10 Budget de la société et comparatif entre budget et réalisé le plus récent
- 11 Dernières projections à 12 et 36 mois si disponibles, intégrant le compte de résultat et l'évolution de résultat
- 12 Tout élément permettant de justifier les projections (plan de recrutement, pipe commercial...)
- 13 Pipe d'activité commerciale

Impôts et taxes

- 1 Copies de l'ensemble des déclarations fiscales
- 2 Copies de l'ensemble des déclarations sociales
- 3 Si statut JEI, copie du rescrit ou de tout autre document justifiant ce statut
- 4 Si CIR ou CII obtenus, déclaration 2069, ainsi que tout document justifiant de la demande formulée en CIR (rescrit, dossier...)
- 5 Tout échange écrit avec les administrations fiscales ou sociales
- 6 Rapprochements de TVA
- 7 Tout document relatif à un redressement fiscal ou un contrôle
- 8 Tout document relatif à un redressement social ou un contrôle

Financement

- 1 Liste des banques et établissements de crédits
- 2 Copie des documents relatifs à tout type de subvention
- 3 Liste et copie des contrats de prêts bancaires
- 4 Liste des créances douteuses
- 5 Liste des garanties, cautions ou avals, sûretés, indemnités ou lettres de confort données par ou au bénéfice de la société
- 6 Liste des engagements hors bilan éventuels

Autres éléments juridiques et assurances

- 1 Liste de l’ensemble des polices d’assurances souscrites par la société avec niveau de risque couvert
- 2 Liste et copie des principaux contrats : clients, fournisseurs
- 3 Copie des dossiers de procédure de tout procès en cours ou clôturé dans lequel la société est impliquée ou a été impliquée au cours des trois derniers exercices
- 4 Ensemble des conditions générales (de ventes, d’utilisation en ligne...)
- 5 Copie de tout accord d’indemnisation ou transaction dans lequel la société est impliquée
- 6 Copie des lettres, notifications, mises en demeure et autres avis reçus par la société, au cours des trois derniers exercices
- 7 Descriptif de tout risque identifié de litige impliquant la société, même si aucune réclamation n’a été faite à ce jour à son encontre
- 8 Copie des autorisations administratives, permis, licences

Propriété intellectuelle

- 1 Justificatifs des dépôts de marques
- 2 Justificatifs des dépôts de brevets

- 3 En cas de rachat ou de transfert de marques ou de propriété intellectuelle, justificatifs des opérations
- 4 Liste des noms de domaine Internet appartenant à la société
- 5 Description des projets spécifiques de recherche et développement : équipes, avancement, retombées attendues
- 6 Pour les logiciels, copie des dépôts des codes de développement à l'Association de protection des programmes
- 7 Pour les logiciels, copie des contrats relatifs aux codes source
- 8 Contrats avec les prestataires de services travaillant pour la société
- 9 Tout document justifiant de la propriété intellectuelle de la société
- 10 Déclarations à la CNIL sur la protection des données des utilisateurs et des salariés

Autres actifs

- 1 Copie de l'ensemble des baux et de tous autres titres d'occupation de biens immobiliers dont bénéficie la société
- 2 Copie des actes d'acquisition des actifs immobiliers appartenant à ce jour à la société
- 3 Copie de tous les contrats conférant à des tiers un droit d'occupation sur des actifs immobiliers appartenant à la société
- 4 Copie des contrats en cours portant sur des actifs utilisés par la société (location, leasing, crédit-bail, etc.)

Le top 10 des mensonges des entrepreneurs

Vous trouverez ce texte sur le blog de Guy Kawasaki (en anglais), et je ne peux que vous recommander de le consulter : http://guykawasaki.com/the_top_ten_lie_1-3. Vous en trouverez la traduction dans l'édition française de son livre *L'Art de se lancer*, paru chez Diateino en 2015.

Le top 10 des mensonges des fonds d'investissement

À voir aussi cet autre texte, lui aussi en anglais, sur le blog de Guy Kawasaki : http://guykawasaki.com/the_top_ten_lie-3.

Vous en trouverez également la traduction dans l'édition française de son livre *L'Art de se lancer*, paru chez Diateino en 2015.

Régalez-vous !

Modèle de lettre de refus d'un fonds d'investissement

En guise de conclusion, j'aimerais partager avec vous un document qui m'a toujours fait rire et qui est particulièrement bien fait : <http://mengwong.com/sg/capital/venture%20fundraising%20rejection%20letter%20latest.pdf>. Il s'agit d'un modèle de lettre de refus d'investir, faite par un fonds d'investissement à l'intention d'un entrepreneur. Ce document a été établi par Wong Meng Weng, brillant entrepreneur de Singapour. Je vous laisse profiter de ce bon moment...

Dépôt légal : mars 2018
Mise en pages : Nord Compo
Corrections : Lise Benincà

IMPRIMÉ EN FRANCE