

Les défis du corporate venture

Par Pierre Karpik, Associé de Gide, M&A / Corporate & Private Equity

Le capital risque est marqué par un développement rapide, au cours des dernières années, des relations entre les grands groupes, les corporates, et l'écosystème des startup. Si chacun perçoit aisément les bénéfices espérés du développement de ces relations, les potentielles divergences d'intérêts et les évidentes différences de modes de fonctionnement contribuent toutefois, souvent, à rendre complexes les discussions entre ces deux types d'acteurs.

Dans un premier temps, les sociétés de croissance (les startup) se sont développées loin des grands groupes industriels. Leur modèle naturel de développement reposait sur un financement par des fonds d'investissement spécialisés, en vue d'une liquidité à terme réalisée, dans toute la mesure du possible, par une introduction en bourse. Dit caricaturalement, les startup avaient vocation à créer des nouveaux marchés et à concurrencer, par leur insolente réussite, les corporates et, de leur côté, ces derniers ne ressentaient pas toujours la nécessité d'intégrer ces nouveaux objets économiques.

Toutes les startup ne sont pas devenues Google et la plupart des grands groupes sont aujourd'hui confrontés au défi de la digitalisation. Ces acteurs font donc face à la nécessité de trouver les voies d'une vie commune, qui pose autant de questions juridiques que culturelles. La réussite d'un partenariat corporate/startup nécessite d'abord, pour les uns et les autres, de comprendre leurs contraintes respectives et les différences culturelles qui les séparent. L'ADN des sociétés de croissance est de se développer avec indépendance et agilité, en réalisant plusieurs tours de financements successifs pour accompagner leur croissance, jusqu'à une opération capitalistique permettant à ceux qui ont financé ce développement de trouver le meilleur rendement des capitaux investis.

Cela conduit soit à une opération de marché, soit à la mise en vente aux meilleures conditions, et donc au plus offrant, des actions de la société.

De son côté, le corporate considéré peut légitimement souhaiter s'impliquer dans le suivi de la gestion de la startup (plus parfois que les fondateurs ne pourraient l'apprécier) et, surtout, avoir l'option, *in fine*, de pouvoir intégrer la startup dans son groupe.

Il résulte de cette dissymétrie que les fondateurs de startup, et les fonds institutionnels déjà présents à leur capital, s'ils reconnaissent l'expertise des grands groupes et les bénéfices attendus d'une collaboration accrue (source de financement, apport opérationnel ou commercial, crédibilisation du développement...), continuent, encore aujourd'hui, à souvent craindre les éventuels risques de désalignement d'intérêts pouvant survenir entre les parties concernées.

Dans ce contexte, les corporates sont conduits à réfléchir aux modalités de leurs investissements, aux conditions particulières devant être discutées en cas de prise de participation minoritaire, ainsi qu'aux spécificités existant en cas d'acquisition à 100 %.

1. Modalités d'investissement

Tout corporate intéressé par le sujet s'interroge d'abord, en fonction des objectifs poursuivis, sur les modalités de son investissement.

Peut-il se contenter d'un simple

partenariat commercial qui lui donne déjà un accès suffisant à la technologie développée ou aux nouveaux marchés prospectés ? Peut-il, pour atteindre son objectif de veille économique et d'accès à un *deal flow* important, se contenter de prises de participations minoritaires à travers un fonds indépendant, jouant le rôle de filtre et de tiers de confiance ? Souhaite-t-il, pour favoriser le développement de synergies et donner plus de profondeur aux collaborations attendues, prendre une participation minoritaire directe dans la société de croissance ? Souhaite-t-il, finalement, une intégration totale de nouveaux modèles dans son organisation, par l'acquisition de 100 % du capital de la startup considérée ?

En fonction des réponses stratégiques qui seront apportées, le corporate pourra déterminer le mode d'investissement adapté à ses besoins et aborder la société de croissance avec une structure d'investissement cohérente avec les objectifs poursuivis.

2. Investissement minoritaire

L'investissement minoritaire direct d'un grand industriel dans une startup, voie privilégiée d'un développement en commun, se fait souvent dans le cadre d'une société qui a déjà à son capital ses fondateurs, ainsi que certains financiers institutionnels, dont les objectifs ont été rappelés ci-dessus.

Dans ce cadre, le corporate devra négocier au mieux son intégration



Sur l'auteur

Pierre Karpik est associé au sein de la ligne de métiers Fusions-Acquisitions du cabinet Gide. Ses activités recouvrent les fusions-acquisitions, le *private equity* et le droit des sociétés. Il intervient très régulièrement dans des dossiers de capital-risque et de capital-investissement, notamment dans le secteur des nouvelles technologies, aussi bien comme conseil d'investisseurs institutionnels ou *corporate* que de sociétés de croissance. Il les accompagne, lors des levées de fonds, de leurs restructurations, de leurs opérations de croissance externe et lors de leur sortie. Pierre Karpik a conservé des liens étroits avec l'école des Hautes Etudes Commerciales (HEC) où il assure une formation sur le capital-risque.

au pacte d'actionnaires existant - qui est le contrat essentiel dans ce type de partenariat et qui a vocation à régir l'ensemble des relations entre les actionnaires de la startup - et l'expérience montre que si, pour la plupart des stipulations, la négociation répond aux mêmes logiques pour un corporate que pour un investisseur financier "classique", les discussions sont, sur au moins deux terrains, beaucoup plus délicates.

Le premier porte sur la place que le corporate va occuper au conseil d'administration de la société et à l'information dont il disposera à ce titre. Les fondateurs veilleront toujours à ce que la présence du corporate ne puisse réduire l'agilité managériale de l'équipe et notamment à ce que l'existence de droits de veto ne puisse pas conférer au corporate la capacité d'influer sur les décisions prises pour les rendre plus conformes à la stratégie du corporate qu'à celle de la startup. De même, la startup et le corporate pourront fixer ensemble le niveau d'information acceptable, pour que le corporate puisse tirer le bénéfice attendu de son investissement, sans pour autant présenter un danger au regard de l'intérêt social de la startup. A ce titre, le corporate se doit d'adapter son processus de décision au rythme de la startup et de garantir, malgré les évolutions de carrière naturelles au sein d'un grand groupe, une stabilité de sa

représentation au sein de la startup.

Le second, plus délicat encore, porte sur la clause de liquidité. Les fondateurs, dans la plupart des cas, et les investisseurs, dans tous les cas, voudront toujours que la société, à un horizon donné, puisse être cédée au plus offrant, en se confrontant, sans contrainte, au marché. Le corporate pourrait souhaiter s'opposer, pour prendre l'exemple le plus parlant, à ce que la startup soit cédée à son principal concurrent, et ce alors même que ce dernier serait le plus offrant.

Cette contradiction conduit à des négociations difficiles, qui se règlent parfois par une acceptation par le corporate d'une grande liberté laissée aux actionnaires pour organiser la liquidité, situation en apparence risquée, mais qui peut être rendue acceptable par l'appréciation par le corporate du fait que sa seule présence dans le capital de la startup (et donc dans les discussions lors de la sortie) lui permettra d'être "dans le jeu" quand bien même il ne disposerait pas d'un droit juridique affirmé. Mais elle a également dans le passé pu se régler par la mise en place de clauses spécifiques (plus complexes qu'une simple préemption - peu acceptable pour des actionnaires financiers), et couramment appelées un "droit de premier refus". Les accords entre actionnaires laissent alors au corporate une capacité à offrir aux autres

actionnaires par priorité un prix pour le rachat des actions de la startup à un horizon donné, ces derniers conservant la capacité, à défaut d'acceptation de cette offre, de forcer la vente de 100 % des actions de la société, dès lors que le prix serait supérieur à celui initialement proposé par le corporate.

3. Acquisition à 100 %

Le stade ultime de la prise de contrôle reste bien sûr l'acquisition de 100 % des titres représentatifs du capital d'une startup.

Ce type d'opération restera toujours une opération complexe, la société étant acquise et intégrée au sein du groupe du corporate, alors que son développement n'est pas encore abouti, ce qui conduit à des négociations complexes d'*earn out*, portant souvent sur une quote part du prix maximum plus importante que pour des sociétés plus matures.

Au-delà de cette considération d'évidence, l'originalité de ce type d'opération est la réflexion que doit nécessairement mener le corporate sur les conditions d'intégration dans son groupe de la startup. L'art sera de trouver un équilibre entre le développement rapide de synergies, qui justifient souvent l'opération elle-même, et la nécessité de laisser à la startup le niveau d'indépendance qui lui permet de conserver son agilité et sa capacité d'innovation. ■