

La protection des fondateurs de start-ups financées par du capital-risque en Belgique.

Auteur : Goessens, Charly

Promoteur(s) : Aydogdu, Roman

Faculté : Faculté de Droit, de Science Politique et de Criminologie

Diplôme : Master en droit, à finalité spécialisée en droit économique et social

Année académique : 2024-2025

URI/URL : <http://hdl.handle.net/2268.2/24996>

Avertissement à l'attention des usagers :

Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.

Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.

La protection des fondateurs de start-ups financées par du capital-risque en Belgique.

Charly GOESSENS

Travail de fin d'études

Master en droit à finalité spécialisée en droit économique et social, mineure
gestion

Année académique 2024-2025

Recherche menée sous la direction de :

Monsieur Roman AYDOGDU

Professeur à l'Université de Liège

Lecteur :

Georges HÜBNER

Professeur ordinaire à l'Université de Liège

RÉSUMÉ & ABSTRACT

Le capital-risque est devenu un instrument central du financement des start-ups en Belgique. Il constitue un moteur de croissance et d'innovation, mais expose les fondateurs à une dilution progressive de leur participation ainsi qu'à une perte de contrôle sur la gouvernance. Se pose dès lors deux questions essentielles : quels mécanismes juridiques et contractuels permettent aujourd'hui de protéger les fondateurs face aux investisseurs en capital-risque, et comment l'entrée d'un fonds transforme-t-elle la gouvernance et le rôle du fondateur ?

Ce mémoire, à visée transdisciplinaire, analyse d'une part les protections contractuelles offertes par les pactes d'actionnaires, et d'autre part la portée résiduelle des recours légaux et judiciaires prévus par le Code des sociétés et associations. Il examine également l'évolution du management et de la gouvernance après l'arrivée d'un fonds, en mettant en lumière les désalignements et les adaptations nécessaires pour les fondateurs. Afin de confronter ces mécanismes théoriques à la pratique, la recherche s'appuie sur plusieurs entretiens menés avec fondateurs, investisseurs et praticiens du droit. L'objectif est d'évaluer l'efficacité réelle de ces dispositifs et transformations, et de proposer des pistes de réflexion pour un meilleur équilibre entre fondateurs et investisseurs dans l'écosystème entrepreneurial belge.

Venture capital has become a central instrument for financing start-ups in Belgium. While it acts as a driver of growth and innovation, it also exposes founders to the progressive dilution of their ownership and to a loss of control over governance. This raises two essential questions: what legal and contractual mechanisms are available today to protect founders against venture capital investors, and how does the entry of a fund transform governance and the founder's role?

This dissertation, with a transdisciplinary approach, analyzes on the one hand the contractual protections provided by shareholders' agreements, and on the other hand the residual scope of legal and judicial remedies under the Belgian Companies and Associations Code. It also examines the evolution of management and governance following the arrival of a fund, highlighting the misalignments and adaptations required from founders. To confront theory with practice, the research draws on several interviews conducted with founders, investors, and legal practitioners. The aim is to assess the actual effectiveness of these mechanisms and transformations, and to propose avenues for achieving a better balance between founders and investors within the Belgian entrepreneurial ecosystem.

Nombre de caractères : 110 978.

REMERCIEMENTS

Je tiens tout d'abord à exprimer ma profonde gratitude à mes parents, dont le soutien constant, les encouragements et les précieux contacts ont été déterminants tout au long de ce parcours académique. Leur présence bienveillante m'a permis d'avancer avec confiance et persévérance et je leur en serai à jamais reconnaissant.

Je souhaite ensuite remercier le Professeur Roman Aydogdu, pour sa confiance, ses conseils avisés et son regard critique, qui ont largement contribué à orienter et à enrichir ce travail. Ma gratitude va également au Professeur Ordinaire Georges Hübner, mon premier lecteur, pour le temps précieux qu'il m'a consacré et pour la pertinence de ses remarques. Je tiens enfin à remercier Monsieur Laurent Stas de Richelle pour l'attention portée à la lecture de ce mémoire.

J'adresse également mes plus sincères remerciements aux personnes qui ont accepté de partager leur expérience lors des entretiens réalisés. Leur confiance, dans un domaine où la confidentialité est souvent de mise, a été essentielle pour confronter la théorie à la pratique.

Pour finir, je souhaiterais remercier l'ensemble de l'équipe du cabinet *Jones Day*, et en particulier Thomas de Muynck, pour leur disponibilité, leurs échanges constructifs et le partage de leur expérience, qui ont enrichi ma réflexion.

TABLE DES MATIERES

I.- Introduction.....	9
A.- Introduction du sujet.....	9
B.- Pertinence du sujet	10
C.- Question de recherche et de méthode de recherche	11
D.- Limites du sujet	11
E.- Plan.....	12
F.- Éléments fondamentaux – Définition	12
1) Start-up.....	13
2) Capital-risque.....	13
3) Pacte d'actionnaires	14
4) Fondateur	14
II.- Cadre conceptuel et technique de l'investissement en capital-risque.....	16
A.- FONCTIONNEMENT D'UN INVESTISSEMENT EN CAPITAL-RISQUE.....	16
1) Mécanismes d'entrée en capital.....	16
2) Typologie des stades d'investissements et classes d'actions	17
3) Cap table, pouvoir et dilution	18
4) Objectifs du fonds de capital-risque – Privés vs Publics	19
B.- ENJEUX ET RISQUES POUR LE FONDATEUR	20
1) Déséquilibres structurels dans la négociation	20
2) Dilution du contrôle et perte d'autonomie décisionnelle	20
3) Les risques contractuels liés au pacte d'actionnaires.....	21
4) L'évolution du rôle du fondateur et les désalignements stratégiques	22
5) Justification d'une protection spécifique	23
III.- Le pacte d'actionnaires comme principale source de régulation contractuelle du statut du fondateur.....	24
A.- Maintien du pouvoir stratégique : gouvernance, droit de veto et classes d'actions.....	24
1) Les classes d'actions	24
2) Les clauses de nomination et de représentation au conseil d'administration	26
3) Les votes : veto et majorités qualifiées	29
4) Les clauses de deadlock.....	30
B.- Préservation de la position économique du fondateur : dilution et préférences	31
1) La dilution du capital et de l'influence financière : un risque systémique dans les tours successifs..	31
2) Les clauses anti-dilution	32
3) Les clauses de préférence de liquidation.....	35
C.- Maîtrise de la composition de l'actionnariat et clauses relatives à la sortie	38
1) Les clauses restreignant la libre cessibilité des titres	38
2) Les clauses de sorties conjointes	44
3) Les clauses de Leaver.....	47

D.-	Conclusion	49
IV.-	Évolution de la gouvernance et du management	50
A.-	Principes de base de management et stratégies affectées par le recours au capital-risque 50	
1)	Stratégie	50
2)	Management de l'équipe fondatrice.....	52
B.-	Changements concrets liés à l'arrivée d'un fonds de capital-risque.....	53
1)	Stratégie et vision	53
2)	Gouvernance et structure.....	54
C.-	Comment le fondateur peut-il éviter de perdre le contrôle ?	55
1)	Levers managériaux clés	56
2)	Quelques leviers contractuels et leurs impacts sur la gouvernance	57
D.-	Enquête et résultats	58
1)	Méthodologie	58
2)	Pouvoir de négociation et rapport de forces initial	58
3)	Le pacte d'actionnaires.....	59
4)	Professionnalisation de la gouvernance.....	60
5)	Évolution de la vision et du rôle du fondateur	61
6)	Conclusion	62
V.-	Recommandations	64
A.-	Recommandations aux fondateurs de start-ups	64
B.-	Recommandations pour le législateur belge	65
VI.-	Conclusion	67
VII.-	Bibliographie	68
VIII.-	Annexes	74
A.-	Annexe 1 : Protocole d'entretiens	74
B.-	Annexe 2 : interview de Monsieur Olivier Van Raemdonck, Managing Partner chez Cresco	75
C.-	Annexe 3 : interview de Thibaut Vanderhofstadt, Innovation Founder et co-fondateur de Sortlist	79
D.-	Annexe 4 : Interview de Monsieur Sebastien Remacle, Fondateur et CEO de Trustup	85
E.-	Annexe 5 : Interview de Monsieur Philippe Degeer, ancien Directeur europe du groupe Goodyear Dunlop, Investment Manager chez Épipède.....	92
F.-	Annexe 6 : Interview de Monsieur Sebastien Doyen, Ancien Directeur de Digital Attraction, Managing Director de Dermatoo.....	99
G.-	Annexe 7 : Interview de Monsieur Fabrice Carosella, Investment Manager chez Sambrinvest	107

H.-	Annexe 8 : Interview de Monsieur Leopold Colson, Investment Manager chez Wallonie	
Entreprendre		114

I.- INTRODUCTION

A.- INTRODUCTION DU SUJET

Dans un environnement entrepreneurial en pleine effervescence, où les startups¹ s'imposent comme des vecteurs majeurs d'innovation et de croissance, le marché du capital-risque connaît lui aussi une expansion rapide, en Belgique comme à l'échelle mondiale². Ce contexte crée des opportunités inédites pour les jeunes entreprises, mais impose aux fondateurs un dilemme stratégique : lever les capitaux nécessaires pour accélérer leur développement tout en évitant l'érosion progressive de leur pouvoir décisionnel³. À mesure que se succèdent les tours de table⁴, le risque de dilution et de perte de contrôle se renforce⁵, rendant indispensable la mise en place de garde-fous efficaces. Dès lors, une question nous est immédiatement venue en tête : « Quels mécanismes juridiques et contractuels existent pour protéger les fondateurs de startups en Belgique lors de levées de fonds face à des investisseurs⁶ en capital-risque ? ».

¹ X. DIEUX et N. VANDERSTAPPEN, « 2. – “Start Up” – Aspects relevant du droit des sociétés », in O. CAPRASSE (dir.), *Les joint ventures : questions choisies de droit belge et international*, 1re éd., Bruxelles, Larcier, 2017, pp. 59 à 82.

² Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), « Venture capital investments (market statistics) », disponible sur : [https://dataexplorer.oecd.org/vis?lc=en&df\[ds\]=dsDisseminateFinalDMZ&df\[id\]=DSD_VC%40DF_VC_INV&df\[aq\]=OECD.SDD.TPS&dq=...USD_EXC.A&pd=2007%2C&to\[TIME_PERIOD\]=false&lb=nm](https://dataexplorer.oecd.org/vis?lc=en&df[ds]=dsDisseminateFinalDMZ&df[id]=DSD_VC%40DF_VC_INV&df[aq]=OECD.SDD.TPS&dq=...USD_EXC.A&pd=2007%2C&to[TIME_PERIOD]=false&lb=nm), consulté le 5 mars 2025 ; PricewaterhouseCoopers Belgium (PwC Belgium) et Private Capital Belgium (PCB), « Venture Capital in Belgium – Market Study 2024 », avril 2025, disponible sur : <https://www.pwc.be/en/news-publications/2025/vc-market-study.html>, consulté le 5 mars 2025.

³ N. WASSERMAN, « The founder's dilemma », *Harvard Business Review*, vol. 86, n° 2, 2008, pp. 102-138.

⁴ D. DESSERS, *Innovate. Collaborate. Grow! Strategies and Best Practices for Corporate Partnering*, Bruges, die Keure, 2020, pp. 125-138 ; H.D. PARK et D. TZABBAR, « Venture capital, CEOs' sources of power, and innovation novelty at different life stages of a new venture », *Organization Science*, vol. 27, n° 2, 2016, pp. 269-287.

⁵ N. KRIUCHKOVA, V. TRUBA et I. NYENNO, « The role of start-ups in stimulating innovative economic growth: challenges and risks », *Working Papers of Department of Management, Strategy and Innovation*, n° 756676, Leuven, KU Leuven, Faculty of Economics and Business (FEB), Department of Management, Strategy and Innovation, 2025.

⁶ Les termes suivant renverront tous à cette même entité, à savoir le fonds d'investissement en capital-risque : l'investisseur, les investisseurs, le fonds, le fonds de capital-risque, le fonds de venture capital, les capital-risqueurs, VCs.

B.- PERTINENCE DU SUJET

Au vu de l'évolution croissante du recours au capital-risque, l'examen des moyens de protection à disposition des fondateurs de startups basées en Belgique, s'appuyant régulièrement sur des levées de fonds pour soutenir leur croissance, s'avère être une problématique particulièrement pertinente. Cela soulève des questions relatives tant aux enjeux juridiques que managériaux.

Sur le plan économique, les startups jouent un rôle essentiel en matière de création d'emplois⁷ et d'innovation, mais leur croissance repose sur un recours intensif et continu au financement externe, en particulier par le capital-risque⁸. Ce mode de financement, organisé par étapes successives, accroît les risques de dilution et de perte de contrôle pour les fondateurs. Ces risques découlant de la complexité croissante des clauses contractuelles⁹ et de l'influence renforcée des investisseurs dans la gouvernance¹⁰, s'accompagne notamment d'une augmentation croissante des fermetures de startups financées par capital-risque¹¹, révélant la fragilité de ce modèle.

Sur le plan juridique, la pertinence du sujet est accentuée par les spécificités du droit belge des sociétés. La réforme du Code des sociétés et associations (CSA) a en effet consacré la SRL comme la forme sociale privilégiée pour les startups¹², en supprimant l'exigence de capital minimum et en offrant une grande liberté statutaire en matière de structuration du pouvoir et d'émission de titres. Cette flexibilité ouvre la voie à une véritable « ingénierie juridique sur mesure », mais implique aussi que la protection des fondateurs n'est pas garantie par défaut : elle doit être construite et négociée dès la constitution de la société, à travers les statuts et surtout le pacte d'actionnaires, devenu le véritable cœur juridique de l'investissement en capital-risque¹³. L'intérêt pratique de cette étude est donc de fournir un éclairage sur les risques inhérents à ce type d'investissements et les protections disponibles pour les fondateurs.

⁷ A. ERALY et M. GÖRANSSON, « Gouvernance », *La Revue Nouvelle*, 2020, 5(5), pp. 43-48.

⁸ D. DESSERS, *op. cit.*, p. 130, citant Bart Luyten, managing partner de SmartFin Funds : « Venture capital funds are absolutely key to provide the much needed early and growth stage financing to promising companies in both economic up-and down cycle ».

⁹ D. DESSERS, *op. cit.* ; PWC, *op. cit.* ; X. DIEUX et N. VANDERSTAPPEN, *op. cit.*, pp. 59-82.

¹⁰ J. NECKEBROUK et W. S. SCHLUZE, « Corporate governance and venture capital in startups », *Journal of Business Venturing*, vol. 40, issue 4, 2025.

¹¹ K. DOWD, « Startup shutdowns continued to accelerate in Q1 2024 », *Carta*, 16 juillet 2024, disponible sur : <https://carta.com/data/startup-shutdowns-q1-2024/>, consulté le 5 mars 2025.

¹² Fédération du Notariat (Fednot), « Entrepreneuriat : le nombre de nouvelles entreprises est en hausse. Les trois quarts des entrepreneurs ont modifié leurs statuts », *notaire.be*, 22 mai 2024, disponible sur : <https://www.notaire.be/nouveautes/detail/entrepreneuriat-le-nombre-de-nouvelles-entreprises-est-en-hausse-les-trois-quarts-des-entrepreneurs-ont-modifie-leurs-statuts>, consulté le 6 mars 2025.

¹³ Notons que, dans la pratique, les investisseurs en capital-risque se montrent particulièrement rigides lors des négociations sur les aspects liés au contrôle de la société, voy. PWC et PCB, *op. cit.*, p.47.

C.- QUESTION DE RECHERCHE ET DE METHODE DE RECHERCHE

Dans le cadre de ce mémoire, notre question de recherche est la suivante : « Compte tenu de l'importance prise par les pactes d'actionnaires dans la définition du statut du fondateur de startup dans les relations de capital-risque, la protection légale et judiciaire de ce dernier reste-t-elle pertinente ? »

Notre analyse juridique s'articule autour de deux axes : D'une part, une analyse des mécanismes contractuels issus des pactes d'actionnaires, qui définissent de manière croissante les droits et obligations du fondateur face aux investisseurs. D'autre part, une analyse visant à examiner la portée résiduelle de la protection légale et judiciaire, en évaluant dans quelle mesure ces recours demeurent effectifs et utiles lorsque les clauses contractuelles se révèlent insuffisantes ou abusives. La recherche s'est appuyée sur une approche qualitative, fondée sur plusieurs entretiens semi-directifs menés avec des acteurs directement impliqués : deux fondateurs de startups, un dirigeant et un ancien dirigeant de fonds de capital-risque, deux investment managers, ainsi qu'un professionnel du droit spécialisé dans ce domaine.

Enfin, afin de compléter cette approche juridique, une analyse de l'évolution de la gouvernance et du rôle du fondateur après l'entrée des investisseurs a été conduite sous l'angle de la gestion, de manière à mettre en lumière les transformations managériales induites par l'investissement en capital-risque.

D.- LIMITES DU SUJET

Dans le cadre de ce travail, nous nous limiterons à l'analyse des mécanismes de protection dont disposent les fondateurs de startups financées par du capital-risque. Suivant cette ligne de conduite, nous limiterons notre champ d'étude de plusieurs manières :

Premièrement, seules les sociétés à responsabilité limitée (SRL) non cotées seront prises en compte, dès lors qu'elles constituent aujourd'hui la forme juridique privilégiée des startups en Belgique¹⁴, en raison de leur flexibilité statutaire permettant une structuration sur mesure du capital, des pouvoirs et des instruments financiers¹⁵.

¹⁴ Selon Fednote, *op cit.*, 97,4% des nouvelles sociétés entre le 1^{er} mai 2023 et le 30 avril 2024 étaient des SRL, s'imposant comme forme standard pour les entrepreneurs en Belgique.

¹⁵ D. WILLERMAIN, « La société à responsabilité limitée : au-delà de la suppression du capital », *R.D.C.-T.B.H.*, 2018/9, pp. 984-1012.

Deuxièmement, le champ de recherche se restreint aux fonds de capital-risque classiques, à l'exclusion des partenariats stratégiques ou industriels tels que les joint-ventures¹⁶, qui répondent à des logiques et des objectifs différents.

Troisièmement, certains aspects du sujet seront volontairement écartés de l'analyse. Les aspects financiers ne seront pas abordés car ils dépassent le cadre de cette recherche. La question des dividendes, notamment, relève davantage d'une problématique propre aux sociétés matures, alors que notre étude se concentre sur la phase de croissance des startups.

Enfin, l'ensemble de l'analyse sera mené exclusivement au regard du droit belge, de sorte que les développements et conclusions proposés s'inscrivent dans ce cadre juridique spécifique, sans prétendre à une portée comparative avec d'autres systèmes de droit.

E.- PLAN

Nous introduirons le sujet en posant le cadre conceptuel et technique de l'investissement en capital-risque, en précisant les spécificités de ce mode de financement, ses enjeux et les rapports de force qu'il instaure entre fondateurs et investisseurs.

Ensuite, nous étudierons successivement les clauses visant à protéger le pouvoir stratégique du fondateur, celles encadrant la dimension, ainsi que celles relatives à la maîtrise de la composition de l'actionnariat et à l'organisation des sorties. Pour chacune de ces catégories, nous mettrons en lumière les mécanismes de protection judiciaire résiduelle permettant de corriger ou compléter les accords contractuels.

Nous aborderons par après l'évolution de la gouvernance et du management des start-ups après l'entrée d'un investisseur en capital-risque, afin d'évaluer, sur base de la littérature et des entretiens réalisés, l'impact des dispositifs implémentés sur la trajectoire entrepreneuriale.

Enfin, nous conclurons ce travail par une série de recommandations pratiques, tant à l'attention des fondateurs, pour les aider à mieux négocier et sécuriser leur position, qu'à l'attention du législateur.

F.- ÉLÉMENTS FONDAMENTAUX – DEFINITION

Note au lecteur : Certains termes anglais, consacrés par la pratique du capital-risque, seront employés et définis lors de leur première apparition.

¹⁶ P. POTTIER et L.-Y. TU, « 1. – Rapport introductif », in *Les joint ventures, op.cit.*, pp. 9-58.

1) *Start-up*

Le concept de startup a reçu de nombreuses définitions dont nous avons décidé de retenir celle proposée par les professeurs X. Dieux et N. Vanderstappen : « toute entreprise économique à un stade du démarrage, plus ou moins avancé, de ses activités, justifiant ou nécessitant, en vue de la rentabilisation d'une découverte, d'un procédé innovant ou d'un nouveau produit, la mise en place et l'organisation d'un partenariat entre les "inventeurs" et des "investisseurs" intéressés par le financement des projets dans la perspective d'un rendement adapté »¹⁷.

La startup ne constitue pas une figure juridique spécifique en droit belge, ni dans la plupart des systèmes de droit. Elle désigne plutôt une entreprise économique souvent située à la frontière de l'innovation technologique¹⁸, caractérisée par un cycle de vie incertain, un modèle d'affaire en construction et un potentiel de croissance élevé¹⁹ et dont le développement nécessite un partenariat entre investisseurs et fondateurs, portant sur des financements par levée de fonds²⁰.

2) *Capital-risque*

Le capital-risque ou « *venture capital* »²¹, en l'absence de définition internationale harmonisée²², peut être défini comme un mode de financement en fonds propres ou en instruments assimilés, mis en œuvre par des fonds spécialisés. Ces fonds, qu'ils soient privés, publics ou semi-publics, investissent dans des sociétés non cotées à fort potentiel de croissance, telles que les start-ups, en leur apportant des ressources²³ financières et culturelles²⁴, mais aussi, bien souvent, un appui stratégique et managérial. En contrepartie, ils acquièrent une participation au capital social ou souscrivent à des instruments financiers hybrides.

¹⁷ À noter que cette définition a été proposée dans le contexte spécifique des *joint-ventures*, voy. X. DIEUX et N. VANDERSTAPPEN, *op. cit.*, p. 59.

¹⁸ N. PARY et O. WITMEUR, « Quel financement pour les jeunes entreprises technologiques bruxelloises », *Brussels Studies*, 2019

¹⁹ S. BRESCHI, J. LASSÉBIE et C. MENON, « A portrait of innovative start-ups across countries », *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, n° 2018/02, Paris, OECD Publishing, 2018, disponible sur : <https://doi.org/10.1787/f9ff02f4-en>, consulté le 11 mars 2025.

²⁰ X. DIEUX et N. VANDERSTAPPEN, *op. cit.*, p. 59 ; M. FLECHER, « Création de startup et rapport au salariat : qui sont les "nouveaux entrepreneurs" ? », *Connaissance de l'emploi*, 2023, disponible sur : <https://hal.science/hal-04125775>, consulté le 11 mars 2025.

²¹ Les deux termes seront utilisés de façon indifférenciable dans ce travail.

²² NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (NVCA), *Letter to the SEC re: VC Definition Modernization*, 29 novembre 2018, disponible sur : <https://nvca.org/document/nvca-letter-to-sec-re-vc-definition-modernization-11292018-2/>, consulté le 11 mars 2025.

²³ C. RIGO, « Le financement des entreprises par capital-risque », *NBB Working Paper*, n° 13, Banque nationale de Belgique, février 2001, p. 11.

²⁴ B. GUILHON, *Le capital-risque et le financement de l'innovation*, Londres, ISTE Éditions, 2019 ; P.M. LEONARDI, « Innovation Blindness: Culture, Frames, and Cross-Boundary Problem Construction in the Development of New Technology Concepts », *Organization Science*, vol. 22, n° 2, 2011, pp. 347-369.

3) *Pacte d'actionnaires*

Le « pacte d'actionnaire » ou « convention d'actionnaire »²⁵, est né de la pratique, il n'y a pas de définition légale et la jurisprudence au sujet de sa définition est rare²⁶. La doctrine le définit comme : « un contrat par lequel deux ou plusieurs actionnaires (ou associés d'une société précisent, complètent ou aménagent entre eux les droits et obligations qu'ils tirent de la loi ou des statuts de cette société »²⁷ ; comme « l'ensemble des conventions extra-statutaires par lesquelles tout ou partie des actionnaires organisent entre eux les relations qu'ils entretiennent au sein de la société »²⁸ ou encore comme des « accords polymorphes pouvant porter sur des sujets très divers »²⁹.

Ces définitions doctrinales, bien que variées dans leur formulation, traduisent la nature souple et évolutive du pacte d'actionnaires. La diversité des définitions reflète la richesse des pratiques contractuelles et la pluralité des fonctions que peut remplir ce type d'accord selon les contextes et les parties concernées.

4) *Fondateur*

Dans les entreprises innovantes et à forte croissance, le fondateur³⁰ occupe une place centrale, son rôle étant à la fois multiple et évolutif. Au stade initial³¹, il cumule généralement les fonctions de créateur, de dirigeant et d'actionnaire majoritaire. Toutefois, à mesure que la société se développe et ouvre son capital pour attirer des financements externes, la structure actionnariale tend à se disperser, entraînant une diminution progressive de son influence sur la gouvernance³².

Sur le plan juridique, le fondateur ne bénéficie d'aucune protection statutaire spécifique : son statut découle du droit commun des sociétés ainsi que des pactes d'actionnaires qu'il parvient à négocier. Cette absence de régime particulier accentue sa vulnérabilité, en particulier

²⁵ Les deux termes seront utilisés de façon indifférenciable dans ce travail ; le terme anglais équivalent à *convention d'actionnaires* est « Shareholders' Agreement ».

²⁶ P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *MAM : manuel de l'actionnaire minoritaire des sociétés non cotées*, Limal, Anthémis, 2024, pp. 398-399.

²⁷ P. HERMANT et C. BERCKMANS, « Les conventions d'actionnaires – principes généraux », in *Les conventions d'actionnaires, pratiques actuelles – contraintes juridiques*, Séminaire Vanham & Vanham, 30 mai 2013, p. 3, cité in P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op. cit.*, p. 399.

²⁸ C. MATTON et J. TERFVE, *Convention d'actionnaires dans les SA et SRL*, Limal, Anthémis, 2025, p. 11.

²⁹ A. COIBION et J.-M. D. NELISSEN GRADE, *Les conventions d'actionnaires en pratique : contraintes juridiques, typologie et application aux opérations de private equity*, Bruxelles, Larcier, 2010, p. 13.

³⁰ Par souci de simplicité rédactionnelle, le terme « *fondateur* » sera utilisé au singulier dans ce travail, bien qu'il puisse, en pratique, désigner plusieurs personnes.

³¹ W. NAKARA et S. MEZZOURH, « Entrepreneuriat et gouvernance des jeunes entreprises innovantes », *Entreprendre et Innover*, 2011/1 (n° 9-10), pp. 59-68.

³² C. MAYER, « Venture Capital and the Corporate Governance Life Cycle », in *The Life Cycle of Corporate Governance*, Cheltenham, Edward Elgar, 2005, pp. 20-31.

lorsqu'il devient minoritaire à la suite de levées de fonds successives. Figure hybride entre associé clé, dirigeant opérationnel et partenaire économique exposé aux déséquilibres du capital-risque, il appelle dès lors un intérêt doctrinal renforcé quant à la question de sa protection.

II.- CADRE CONCEPTUEL ET TECHNIQUE DE L'INVESTISSEMENT EN CAPITAL-RISQUE

A.- FONCTIONNEMENT D'UN INVESTISSEMENT EN CAPITAL-RISQUE

1) Mécanismes d'entrée en capital

L'investissement en capital-risque repose sur une logique de prise de participation dans des sociétés non cotées, généralement en phase de démarrage ou de croissance rapide. Le processus d'entrée suit une séquence bien structurée³³.

Dans un premier temps, le fonds identifie les projets présentant un potentiel suffisant pour justifier une étude approfondie et engage des discussions préliminaires³⁴ avec les fondateurs. Si l'intérêt est confirmé, les parties négocient une « *term sheet* » : document non contraignant sur le plan juridique³⁵, mais déterminant sur le plan économique et stratégique³⁶. Elle fixe déjà les principaux paramètres de l'opération (valorisation, catégorie d'actions, droits de gouvernance, clauses de sortie, etc.³⁷) et réduit fortement la marge de négociation ultérieure du fondateur une fois acceptée.

S'ouvre ensuite la phase de due diligence, consistant en un audit juridique, fiscal, comptable, technique et opérationnel de la société cible³⁸. Cette étape permet à l'investisseur d'évaluer les risques et de confirmer les hypothèses posées dans la *term sheet*. Enfin, le « *closing* » intervient par la signature des documents définitifs : (i) le *subscription agreement*³⁹, qui encadre la souscription des titres, les conditions suspensives et la libération des fonds ; (ii) le pacte d'actionnaires, véritable pilier de la relation entre fondateurs et investisseurs, fixant la gouvernance, les droits économiques et les restrictions de transfert⁴⁰ ; et (iii) les statuts coordonnés, qui intègrent les stipulations devant être rendues opposables

³³ M. L. CHOURAKI, *Guide de la jeune entreprise innovante*, 2^e éd., Paris, Dunod, 2017

³⁴ J. REDIS, « Contribution à la connaissance de l'accompagnement à la levée de fonds destiné aux jeunes entreprises de croissance : le cas de la France », *Revue de l'entrepreneuriat*, 2006, vol. 5, n° 1, pp. 73-89, disponible sur : <https://doi.org/10.3917/entre.051.0073>, consulté le 14 juillet 2025.

³⁵ Hormis certaines clauses comme la confidentialité ou l'exclusivité.

³⁶ D. DE CLERCQ, H. FRANKFORT et D. LAMBRECHTS, « An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy », *Academy of Management Perspectives*, août 2006, pp. 90-100.

³⁷ J. M. LAMBRECHTS et D. OROZCO, « Trust and Control: The Value Effect of Venture Capital Term Sheet Provisions as Risk Allocation Tools », *Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev.*, 2015, vol. 4, pp.211 à 234, disponible en ligne : <https://repository.law.umich.edu/mbelr/vol4/iss2/2>, consulté le 14 juillet 2025.

³⁸ M. CHERIF, « Asymétrie d'information et financement des PME innovantes par le capital-risque », *Rev. écon. fin.*, 1999, n° 54, pp. 163 à 178.

³⁹ D. DESSERS, *op.cit.*, p.127.

⁴⁰ *Ibidem* ; P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op. cit.*, p. 399.

aux tiers, tandis que les clauses plus sensibles ou confidentielles demeurent cantonnées au pacte.

2) Typologie des stades d'investissements et classes d'actions

Le financement en capital-risque se déploie par étapes successives, chacune reflétant un niveau de risque et d'exigence contractuelle distinct.

Le « pre-seed » précède le stade d'amorçage proprement dit : il correspond aux toutes premières étapes du projet, souvent limitées à une idée ou à une preuve de concept⁴¹, et repose encore largement sur les apports des fondateurs, de leurs proches ou de business angels. Le « seed stage » ou stade d'amorçage⁴² correspond à une phase embryonnaire : l'entreprise y dispose d'un produit en développement ou d'un prototype et cherche à lever des capitaux destinés à tester et valider son marché⁴³. L'« *early stage* », ou « *série A* » survient lorsque la startup commence à acquérir ses premiers clients et à structurer un modèle économique plus solide ; les tickets⁴⁴ y deviennent plus importants et s'accompagnent d'un durcissement des exigences des investisseurs, tant sur le plan économique que sur celui de la gouvernance. Les phases ultérieures, telles que le « *growth stage* » ou le « *later stage* », concernent des entreprises plus matures, avec moins d'incertitude et de risque, et s'apparentent davantage à du capital-développement. Dans le cadre du présent travail, l'analyse se concentrera les *seed* et *early stage*.

À mesure que la startup progresse dans ces différents stades de financement, la structuration du capital évolue parallèlement. Cette évolution ne se traduit pas seulement par une dilution progressive de la participation des fondateurs, mais également par une différenciation des droits attachés aux titres émis. C'est dans ce cadre qu'interviennent les classes d'actions, dont l'utilisation permet d'adapter le rapport entre risque et rendement selon le profil de l'investisseur et le stade de développement de l'entreprise⁴⁵.

Dans la pratique, alors que les fondateurs détiennent le plus souvent des actions ordinaires, associées à des droits de vote standards mais dépourvues de protections économiques spécifiques, les investisseurs en capital-risque exigent généralement des actions de préférence. Ces dernières leur confèrent des avantages particuliers tels qu'une priorité dans la distribution des produits d'une liquidation ou d'une vente (*liquidation preference*), des

⁴¹ Annexe 5.

⁴² F. HAFIED, *Capital-risque et financement de l'innovation : évaluation des startups, modes de financement, montages*, Bruxelles, De Boeck Supérieur, 2019, p. 17 ; C. AYERBE et M. BERNASCONI, « Création et croissance des jeunes entreprises innovantes », in O. MEIER (dir.), *Stratégies de croissance : Fusions-acquisitions. Alliances stratégiques. Développement interne*, Paris, Dunod, 2009, pp. 9-19.

⁴³ Selon l'étude menée par PWC et PCB, 78% des fonds de capital-risque belges disent être toujours ou souvent intéressés par un investissement à ce stade, voy. PWC et PCB, *op.cit.*, p.24.

⁴⁴ Le terme « *ticket* » désigne, dans le vocabulaire du capital-risque, le montant investi par un fonds ou un investisseur lors d'un tour de financement. Sa taille varie selon le stade de développement de la startup et la stratégie d'investissement du fonds.

⁴⁵ D. DESSERS, *op.cit.* p.129.

droits renforcés de gouvernance (par exemple via des vetos sur certaines décisions stratégiques), voire des protections contre la dilution future (*anti-dilution provisions*)⁴⁶. L'existence de ces différentes catégories d'actions traduit donc un arbitrage entre la volonté des investisseurs de sécuriser leur apport et celle des fondateurs de préserver leur pouvoir décisionnel et leur potentiel de gain économique.

Ainsi, les classes d'actions constituent un instrument essentiel dans la mécanique du capital-risque, permettant de calibrer le rapport de force entre fondateurs et investisseurs. Leur rôle, central dans la gouvernance et dans la répartition de la valeur créée, justifie une attention particulière dans l'étude des mécanismes contractuels de protection du fondateur.

3) *Cap table, pouvoir et dilution*

La table de capitalisation, ou « *cap table* », constitue un instrument central de la structuration financière et de la gouvernance des startups financées par du capital-risque. Elle se présente comme un tableau répertoriant l'ensemble des détenteurs de titres (fondateurs, investisseurs, employés via stock-options), en précisant leur quantité et leur nature. Véritable miroir de l'actionnariat, elle révèle les rapports de force internes et joue un rôle déterminant dans les arbitrages stratégiques lors des levées de fonds.

Chaque nouveau tour d'investissement modifie cette répartition, entraînant une dilution, c'est-à-dire une réduction de la part relative du capital détenue par les actionnaires existants, au premier rang desquels les fondateurs. Cette dilution peut conduire, au fil des tours, à une perte d'influence significative, parfois en dessous des seuils permettant de bloquer certaines décisions ou de peser réellement sur la gouvernance. Comme l'a relevé l'American Bar Association⁴⁷, la *cap table* est le moment où les maths et le contrôle rentrent en collusion⁴⁸ : la dilution ne se limite pas à une simple diminution économique, elle traduit aussi une perte de pouvoir décisionnel⁴⁹. L'analyse et la gestion de la *cap table* ne se réduit ainsi pas à un exercice comptable, mais constitue un levier essentiel pour anticiper la perte de contrôle et mettre en place des garde-fous adaptés dès les premières levées de fonds⁵⁰.

⁴⁶ D. ORMSBY « Understanding Share Classes in Venture Capital », *DWF – News and Insights*, mars 2025, disponible sur : <https://dwfgroup.com/fr-be/news-and-insights/insights/2025/3/understanding-share-classes-in-venture-capital>, consulté le 16 mai 2025.

⁴⁷ ABA.

⁴⁸ C. RYAN, « Understanding the Basics of Cap Table Math for Start-Ups », *American Bar Association – Business Law Today*, 14 février 2024, disponible sur : https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-law-today/2024-february/understanding-basics-cap-table-math-start-ups/, consulté le 16 août 2025.

⁴⁹ P.A. GOMPERS et J. LERNER, « What Drives Venture Capital Fundraising? », *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 1998, p.151 ; N. WASSERMAN, *op cit*é p.104.

⁵⁰ Annexe 3.

4) Objectifs du fonds de capital-risque – Privés vs Publics

L'objectif premier des fonds de capital-risque privés reste la maximisation des rendements financiers. Ils fonctionnent avec une durée de vie limitée, ce qui implique un horizon de sortie défini pour chaque investissement. Pour sécuriser leurs perspectives de retour sur investissement, les capital-risqueurs adoptent une posture d'investisseurs actifs⁵¹, en exerçant un contrôle stratégique à travers leur participation à la gouvernance et la mise en place de jalons conditionnant les financements successifs. Il convient de rappeler que les VCs sont eux-mêmes soumis à des exigences de performance, puisqu'ils n'investissent pas leur propre argent mais celui de leurs Limited Partners (« LPs »)⁵². Leur capacité à lever de nouveaux fonds dépend directement de la qualité de leurs sorties passées⁵³. Cette pression peut conduire à privilégier des décisions orientées vers une liquidation rapide et rentable, parfois au détriment de la vision entrepreneuriale initiale.

La question du remplacement du CEO fondateur⁵⁴ illustre bien cette tension. Les recherches montrent que les startups financées par du capital-risque sont significativement plus susceptibles de voir leur dirigeant fondateur remplacé⁵⁵. Dans de nombreux cas, les pactes d'actionnaires confèrent aux investisseurs un droit de regard décisif sur cette décision, notamment via la nomination directe ou indirecte des membres du conseil d'administration.

À l'inverse, dans le cas des fonds publics ou semi-publics, les objectifs ne se limitent pas au rendement financier. Ils intègrent également la stimulation de l'innovation, le soutien à l'entrepreneuriat et la création d'emplois⁵⁶, avec une logique de retour à plus long terme et un accent sur l'impact économique et social⁵⁷.

⁵¹ P.A. GOMPERS et J. LERNER, « What Drives Venture Capital Fundraising? », *op. cit.*, p. 151.

⁵² Fonds de pension, fondations, banques, family offices, etc.

⁵³ D. H. HSU, « What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation? », *The Journal of Finance New York*, New York, 59(4), 2004, pp. 1805-1844 ; R. NANDA, S. Samila, & O. SORENSON, « The persistent effect of initial success: Evidence from venture capital », *Journal of Financial Economics*, 137(1), 2020, pp. 231-248.; P.A. GOMPERS et J. LERNER, « What Drives Venture Capital Fundraising? », *op. cit.*, p. 188

⁵⁴ M. EWENS et M. MARX, « Founder Replacement and Startup Performance », *Review of Financial Economics*, vol. 31, n° 4, 2018.

⁵⁵ T. HELLMANN et M. PURI, « Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence », *The Journal of Finance*, vol. 57, n° 1, 2002, pp. 169-197.

⁵⁶ Annexe 7.

⁵⁷ Notons que, bien évidemment, le rendement financier reste primordial.

B.- ENJEUX ET RISQUES POUR LE FONDATEUR

1) Déséquilibres structurels dans la négociation

Le pouvoir de négociation d'un fondateur face à un fonds de capital-risque est fortement conditionné par la solidité de son business⁵⁸, mais également par son expérience et sa maturité entrepreneuriale. Lorsqu'il s'agit d'une première aventure, sa marge de manœuvre est généralement très réduite : dépourvu de ressources propres suffisantes et contraint par sa dépendance financière, il ne peut imposer que très marginalement ses conditions. À l'inverse, un fondateur ayant déjà créé une start-up et réalisé un exit bénéficie d'un poids nettement supérieur dans les discussions, ne serait-ce que par son expérience préalable. Du point de vue de l'investisseur, un tel profil réduit considérablement le risque, ce qui améliore mécaniquement la position du fondateur lors de la négociation⁵⁹.

Ce constat s'inscrit dans un déséquilibre plus large, inhérent aux négociations en capital-risque. L'investisseur dispose d'une expertise financière, juridique et stratégique spécialisée, ainsi que d'un accès privilégié à l'écosystème de financement. Cette asymétrie d'information⁶⁰ et d'expérience lui confère une position de force dès les premiers échanges. Même un fondateur expérimenté doit composer avec cette réalité : la complexité des instruments financiers, la technicité des clauses contractuelles et la connaissance approfondie des pratiques de marché constituent autant d'atouts dont dispose le fonds et dont le fondateur ne bénéficie pas toujours⁶¹.

Par ailleurs, la dépendance financière du fondateur renforce ce déséquilibre⁶². Ne disposant ni du capital suffisant ni de l'indépendance nécessaire pour poursuivre seul le développement de son entreprise, il reste contraint d'accepter un partenariat qui limite sa marge de manœuvre. Les concessions accordées aux investisseurs apparaissent ainsi comme une contrepartie inévitable à l'accès aux ressources financières indispensables à la croissance.

2) Dilution du contrôle et perte d'autonomie décisionnelle

L'entrée d'investisseurs institutionnels dans le capital d'une start-up entraîne quasi mécaniquement une dilution de la participation des fondateurs et, partant, une perte de leur pouvoir décisionnel. La dispersion de l'actionnariat peut certes éviter qu'un fonds unique ne prenne un contrôle absolu, mais elle n'empêche pas toujours la perte de la majorité et la

⁵⁸ Annexe 3.

⁵⁹ Annexe 2.

⁶⁰ S. GLÜCKSMAN, « Entrepreneurial Experiences from Venture Capital Funding: Exploring Two-Sided Information Asymmetry », *Venture Capital*, vol. 22, n° 4, 2020, pp. 331-354.

⁶¹ M. EWENS, A. GORBENKO et A. KORTEWEG, « Venture Capital Contracts », *Journal of Financial Economics*, vol. 143, n° 1, 2022, pp. 131-132.

⁶² Annexe 2.

nécessité de composer avec un conseil d'administration élargi. Or, cette collégialité accrue s'accompagne souvent d'une dilution des responsabilités et d'un « *bystander effect* »⁶³, certains administrateurs se montrant peu impliqués dans les décisions stratégiques⁶⁴. Pour les fondateurs, habitués à une gestion centralisée, la transition vers une gouvernance partagée est une source de tension et de perte d'autonomie.

À cette perte d'influence s'ajoute un renforcement des exigences de reporting. Les investisseurs attendent non seulement des résultats financiers réguliers, mais également des explications détaillées quant aux orientations stratégiques retenues⁶⁵. Là où le fondateur pouvait auparavant décider seul et avancer rapidement, il doit désormais rendre des comptes et obtenir l'aval du conseil pour un nombre croissant de décisions. En pratique, il ne peut plus se considérer comme le maître absolu de la trajectoire de son entreprise, la pression devient externe et il est désormais tenu de convaincre ses partenaires financiers⁶⁶.

3) Les risques contractuels liés au pacte d'actionnaires

Le pacte d'actionnaires constitue l'outil contractuel central mais aussi le principal vecteur de déséquilibres. Les fondateurs, souvent pressés de sécuriser un tour de table, tendent à sous-estimer l'impact des clauses sur les tours ultérieurs⁶⁷. Plusieurs investisseurs rencontrés rappellent que chaque nouveau financement entraîne une sorte de « déchirement du pacte précédent »⁶⁸ et son remplacement par un nouveau document imposé par les entrants. Les fondateurs risquent dès lors de se retrouver liés par des conditions de plus en plus contraignantes de voir leur pouvoir décisionnel érodé.

Parmi les stipulations contractuelles les plus sensibles, certaines reviennent de manière récurrente dans les pactes d'actionnaires. Les clauses anti-dilution, souvent exigées dès les premiers tours, peuvent créer un effet cumulatif défavorable aux fondateurs en s'imposant systématiquement lors des tours suivants⁶⁹. Les préférences de liquidation assorties de multiples élevés présentent également un risque majeur : elles peuvent aboutir à priver totalement les fondateurs de la valeur créée, y compris après des levées de fonds substantielles⁷⁰.

Enfin, une attention particulière doit être portée aux clauses relatives à la sortie, qui structurent la manière dont les investisseurs peuvent organiser la liquidité de leur

⁶³ Pour une analyse approfondie de ce concept, voy. B. LATANÉ et J.M. DARLEY, *The Unresponsive Bystander: Why Doesn't He Help?*, New York, Appleton-Century-Crofts, 1970.

⁶⁴ Annexe 3.

⁶⁵ Annexe 5, 6, 7 et 8.

⁶⁶ Annexe 3

⁶⁷ Annexe 2.

⁶⁸ Annexe 6.

⁶⁹ Annexe 2.

⁷⁰ Annexe 3.

participation. Les clauses de « *good leaver* » et de « *bad leaver* »⁷¹, occupent également une place centrale dans la négociation. Bien qu'elles visent à sécuriser la présence des fondateurs, leur rédaction peut être source de dérives⁷² lorsqu'elles sont formulées de manière trop stricte. Les mécanismes de *drag-along*⁷³, par lesquels les actionnaires majoritaires peuvent contraindre les minoritaires à céder leurs titres dans les mêmes conditions qu'eux, constituent un instrument classique de sécurisation pour les fonds. S'ils peuvent répondre à une logique rationnelle du point de vue de l'investisseur, soucieux d'assurer une sortie fluide à l'horizon de son fonds⁷⁴, ils peuvent néanmoins placer le fondateur dans une situation défavorable, en l'obligeant à vendre ses actions à un moment ou à des conditions qu'il ne juge pas opportuns. La négociation de ces clauses est dès lors déterminante : il s'agit pour le fondateur de prévoir des garde-fous, par exemple en exigeant un prix minimum de sortie ou un seuil d'adhésion élevé des actionnaires, afin d'éviter d'être entraîné trop facilement dans une cession dictée par les seuls intérêts financiers des investisseurs.

4) L'évolution du rôle du fondateur et les désalignements stratégiques

La levée de fonds entraîne une transformation profonde du rôle du fondateur, qui doit passer d'un profil opérationnel à une fonction davantage stratégique. Or, très peu parviennent à réussir cette transition, ce qui conduit parfois à une mise à l'écart par le conseil d'administration⁷⁵.

Les interviews convergent sur l'existence quasi systématique de désalignements entre investisseurs et fondateurs. Les premiers agissent dans une logique financière et temporelle, récupérer leur mise avec un rendement annuel de 20 à 25 %⁷⁶ sur un horizon de sept à dix ans⁷⁷, tandis que les seconds visent souvent la construction durable d'un projet. Cette divergence alimente des tensions stratégiques, exacerbées lors des « *down rounds* »⁷⁸, lorsque la valorisation chute. Dans les cas extrêmes, les investisseurs peuvent imposer des

⁷¹ J.-A. DELCORDE, « Les clauses et les litiges relatifs au départ de l'actionnaire minoritaire et du gestionnaire », in H. CULOT (dir.), *Litiges en droit des sociétés*, 1re éd., Bruxelles, Larcier-Intersentia, 2023, pp. 92-126.

⁷² Annexe 3.

⁷³ C. MATTON et J. TERFVE, *op. cit.*, pp. 85-87.

⁷⁴ La divergence de temporalité entre fondateurs et fonds explique de nombreux désalignements : les fonds de capital-risque recherchent un retour rapide sur investissement (7 à 10 ans), tandis que les fondateurs s'inscrivent souvent dans une logique de construction durable. À l'inverse, certains fonds « *evergreen* » d'origine industrielle ou familiale privilégient une vision patrimoniale de long terme.

⁷⁵ Annexe 6 ; À titre d'illustration, certains fondateurs se voient confier des fonctions davantage prospectives que managériales, comme celle de « Chief Visionary Officer » observée dans une start-up bruxelloise. Le rôle consiste alors à se concentrer sur la projection stratégique et l'innovation future, en se détachant des tâches opérationnelles et du reporting quotidien, voy. *Ibidem*.

⁷⁶ La plupart du temps.

⁷⁷ Annexe 6.

⁷⁸ Levée de fonds réalisée à une valorisation inférieure à celle des tours précédents, entraînant une dilution défavorable pour les fondateurs et les actionnaires existants.

objectifs contractuels inatteignables ou abandonner une société au profit d'un concurrent jugé plus prometteur⁷⁹.

5) Justification d'une protection spécifique

En définitive, si le recours au capital-risque constitue une opportunité décisive pour le développement d'une start-up, il expose également le fondateur à de nombreux risques liés à la dilution, aux contraintes contractuelles et aux désalignements stratégiques. Or, comme il a été démontré, la position du fondateur est particulièrement vulnérable dans ce type de relations : il supporte des risques supérieurs à ceux d'un associé « ordinaire », tout en ne bénéficiant d'aucun statut spécifiquement protégé par le droit. Dans ce contexte, la capacité à anticiper ces effets, à négocier des garde-fous adaptés dans le pacte bénéficiant d'une grande souplesse voulue par le CSA⁸⁰, et à s'entourer de conseils spécialisés apparaît essentielle afin de préserver un équilibre entre financement externe et autonomie entrepreneuriale.

C'est pourquoi, dans le cadre de ce travail, il convient d'examiner plus en détail les protections offertes au fondateur, qu'elles résultent des pactes d'actionnaires, de l'encadrement légal des clauses ou encore des mécanismes judiciaires, afin de déterminer quelle mesure ces instruments permettent-ils effectivement de préserver ses intérêts en pratique.

⁷⁹ Annexe 3.

⁸⁰ P. BOSSARD, « Les pactes d'actionnaires – Point de rencontre du droit contractuel et du droit des sociétés », *R.P.S.–T.R.V.*, 2021/7, p. 747.

III.- LE PACTE D’ACTIONNAIRES COMME PRINCIPALE SOURCE DE RÉGULATION CONTRACTUELLE DU STATUT DU FONDATEUR

Plutôt que de s’en remettre exclusivement au droit, souvent perçu comme trop général ou peu réactif, les acteurs recourent à une contractualisation poussée des rapports internes. Il devient alors essentiel de comprendre comment ces pactes sont structurés, quelles sont les clauses les plus déterminantes dans la pratique, et dans quelle mesure ces stipulations combinées à la protection légale et judiciaire résiduelle, peuvent offrir une protection adaptée au fondateur dans un environnement marqué par des rapports de force fluctuants.

A.- MAINTIEN DU POUVOIR STRATEGIQUE : GOUVERNANCE, DROIT DE VETO ET CLASSES D’ACTIONS

L’ouverture du capital à un investisseur en capital-risque entraîne presque toujours une dilution du fondateur, réduisant mécaniquement son pouvoir politique. A cette perte de pouvoir capitalistique s’ajoute, en pratique, une réorganisation contractuelle : l’arrivée d’un fonds s’accompagne d’un pacte d’actionnaire ou d’une refonte du pacte précédent, qui modifie la composition et les prérogatives du conseil d’administration, instaure des majorités qualifiées et réserve certaines décisions clés à l’accord préalable des investisseurs.

Si certains fondateurs parviennent à limiter cette perte d’influence, par exemple, en maintenant un actionnariat dispersé⁸¹, la marge de négociation reste, surtout aux premiers tours, fortement conditionnée par le rapport de force et la dépendance financière du projet⁸².

1) Les classes d’actions

a) Analyse contractuelle

Dans les levées de fonds de start-ups, les investisseurs en capital-risque cherchent à sécuriser leur position en adaptant la répartition des droits politiques et économiques au sein de la société. Le Code des sociétés et associations leur en fournit aujourd’hui l’opportunité, en rendant largement supplétif le principe « une action, une voix »⁸³ et en autorisant la créations

⁸¹ Annexe 3.

⁸² Annexe 3, 6.

⁸³ Art.5: 42 du Code des sociétés et associations (ci-après CSA) ; D. WILLERMAIN, « La société à responsabilité limitée : au-delà de la suppression du capital », *op.cit.*, pp. 992-993.

de catégories ou « classes » d'actions⁸⁴ dotées de droits différenciés. Pour le fondateur, cette souplesse peut être un levier décisif pour maintenir une influence politique, même après une dilution significative de sa participation.

L'intérêt de ces classes réside dans la possibilité de dissocier le pouvoir politique de la valeur patrimoniale des titres. En SRL, cette ingénierie doit toutefois respecter certaines exigences impératives : chaque action doit être émise en contrepartie d'un apport⁸⁵, y compris l'apport en industrie⁸⁶, et conférer un droit minimal au bénéfice et au solde de liquidation⁸⁷. Le registre des actions doit en outre indiquer, pour chaque classe, le nombre total de titres et les droits qui y sont attachés.

Cependant, cette liberté comporte des contreparties lourdes. Toute modification des droits attachés à une classe, création d'une nouvelle catégorie, émission non proportionnelle, requiert un vote séparé par classe, avec un quorum de la moitié des actionnaires et un vote favorable de 75 % des actionnaires présents et représentés⁸⁸. Dans un environnement caractérisé par des tours de financement successifs, cette règle peut donner naissance à de véritables minorités de blocage. Ainsi, un investisseur historique détenant la majorité au sein de sa classe peut s'opposer à une levée de fonds vitale pour la société, tandis qu'un fondateur, s'il conserve cette majorité dans une classe spécifique, peut protéger ses intérêts face à une dilution excessive⁸⁹.

Pour éviter ou résoudre les blocages liés aux droits attachés aux classes d'actions les pactes d'actionnaires prévoient souvent des conventions de vote à ce sujet. Toutefois, leur efficacité lorsqu'il s'agit de forcer l'approbation d'une modification des droits de classe ou d'une émission d'actions non proportionnelle reste discutée, faute de jurisprudence en la matière⁹⁰. Malgré cette incertitude, la seule existence d'une telle clause peut suffire à dissuader un minoritaire de bloquer une décision, notamment si son opposition apparaît excessive au regard des besoins en financement de la société.

Ce mécanisme peut donc être protecteur ou paralysant, selon la configuration du capital. Dans ces situations de blocage, la protection contractuelle offerte par le pacte trouve ses limites. C'est alors au juge qu'il revient de constater un abus de minorité ou d'ordonner l'exécution d'un engagement de vote prévu par le pacte, voire de prononcer l'exclusion d'un actionnaire pour juste motifs⁹¹.

S'ajoute à cela un autre risque : les droits attachés aux classes sont liés aux titres, non à la qualité personnelle du fondateur⁹². La cession d'actions privilégiées à un tiers entraîne donc

⁸⁴ Art.5:48 CSA.

⁸⁵ Art.5:40 CSA.

⁸⁶ Art.1:8, §2, al. 2 CSA.

⁸⁷ Art. 5:41 CSA.

⁸⁸ Art. 5:102 et 5:120 CSA ; Cela requiert donc l'obligation de tenir une assemblée générale extraordinaire.

⁸⁹ Annexe 2.

⁹⁰ T. Vos et R. Vos, « Uitgifte van aandelen in geval van aandelensoorten : problemen voor private equity en venture capital », *RPS-TRV*, 2024/3, p.217.

⁹¹ Art. 2:63 à 2:67 CSA.

⁹² P. BOSSARD, « Les pactes d'actionnaires – Relatifs à l'exercice du pouvoir », *R.P.S. – T.R.V.*, 2021, n° 8, p.869 ; P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op. cit.*, p. 492.

le transfert automatique des droits, ce qui peut bouleverser l'équilibre initial négocié avec les investisseurs. La doctrine semble aujourd'hui converger vers l'idée que ces clauses sont admises, car les articles 5:102, 6:87 et 7:155 du CSA ne visent que les modifications des droits respectifs attachés aux classes d'actions. Une conversion automatique ne modifie donc pas directement ces droits, mais seulement la répartition des actions entre classes. La clause de conversion automatique semble pouvoir être validée, pourvu qu'à l'issue de l'opération il subsiste au moins une action dans la classe concernée⁹³.

Les classes d'actions apparaissent donc comme un outil à double tranchant : elles offrent la possibilité de préserver un pouvoir stratégique, mais peuvent aussi engendrer une forme de blocage décisionnel. Si le pacte d'actionnaires permet d'anticiper certaines dérives, la protection légale et judiciaire reste essentielle pour résoudre les situations d'impasse et garantir l'intérêt social lorsque les mécanismes contractuels atteignent leurs limites.

b) Protection judiciaire résiduelle

En cas de blocage abusif lié aux droits attachés à une classe (refus d'augmentation de capital vitale, modification unilatérale de droits), le fondateur peut faire constater par le juge un abus de minorité ou un abus de majorité, afin d'obtenir l'annulation de la décision litigieuse sur base de l'article 2 :42, 2° CSA. En ultime recours, l'exclusion pour juste motifs⁹⁴ peut permettre de sortir la partie bloquante de l'actionnariat. Ces recours, engagés devant le tribunal de l'entreprise (souvent en référé), offrent un levier de pression ou de déblocage, mais leur lenteur relative et les conditions strictes d'admission peuvent les rendre peu adaptés aux situations où une décision rapide est cruciale, comme lors d'un tour de financement, où chaque semaine de retard peut compromettre l'opération⁹⁵.

2) Les clauses de nomination et de représentation au conseil d'administration

a) Analyse contractuelle

La négociation d'une présence garantie au sein de l'organe d'administration constitue un enjeu stratégique majeur⁹⁶ pour le fondateur. Après une levée de fonds, la dilution du capital entraîne souvent une perte d'influence en assemblée générale, ce qui rend essentiel le maintien d'un rôle actif dans l'organe où se prennent les décisions opérationnelles et stratégiques. L'organe d'administration dispose en effet d'un pouvoir résiduaire⁹⁷ : il peut

⁹³ P. BOSSARD, « Les pactes d'actionnaires – Relatifs à l'exercice du pouvoir », *op. cit.*, pp.869-871.

⁹⁴ Art. 2:63 à 2:67 CSA.

⁹⁵ Annexe 4.

⁹⁶ P. BOSSARD, « Les pactes d'actionnaires – Relatifs à l'exercice du pouvoir », *op.cit.*, p.858.

⁹⁷ Art. 5:73, §1^{er}, al. 1^{er} (SRL).

prendre toutes les décisions utiles ou nécessaires à la réalisation de l'objet social, sauf celles expressément réservées à l'assemblée générale.

b) Négocier un droit de présentation attaché à la qualité de fondateur

Le fondateur a intérêt à inscrire dans le pacte d'actionnaires un droit de présentation⁹⁸ ou de nomination directe⁹⁹ d'un ou plusieurs administrateurs. Ce droit peut être rattaché à un actionnaire désigné ou à une catégorie définie par une qualité objective ou des compétences spécifiques¹⁰⁰. Cette approche protège la représentation du fondateur même si sa participation au capital diminue, tout en évitant que ce droit soit automatiquement transféré en cas de cession d'actions¹⁰¹, comme cela se produirait si le privilège était lié à une classe d'actions.

c) Administrateurs indépendants ou externes comme contre-pouvoirs

Une protection complémentaire consiste à négocier la nomination d'administrateurs indépendants ou externes. Le Code Buisse recommande que leur valeur tienne moins à leur indépendance formelle qu'à leur compétence et leur perspective externe¹⁰². Pour un fondateur, cela permet d'introduire au conseil des profils qui ne partagent pas nécessairement l'horizon de sortie rapide du capital-risqueur, apportant un rôle de spécialiste et pouvant donner des avis objectifs, sans conflits d'intérêts¹⁰³.

Le pacte peut préciser le profil de ces administrateurs, leur mode de désignation et la durée de leur mandat. En combinant un droit de présentation ou des places sécurisées dans le board pour le fondateur et la présence de membres externes, il devient possible de contrebalancer l'influence des investisseurs potentiellement devenus majoritaires.

d) Reporting renforcé

La présence au conseil offre au fondateur un accès privilégié à l'information. Toutefois, pour se prémunir contre un éventuel contournement, il est pertinent de prévoir dans le pacte des

⁹⁸ C. MATTON, C., & J. TERFVE, *op.cit.*, pp.40-42.

⁹⁹ Art. 5:70, §2, al. 3 (SRL) ; « La nomination des membres de cet organe est une prérogative de l'assemblée générale 2033, sauf pour les administrateurs des SRL et des SC et pour l'administrateur unique d'une société anonyme, qui peuvent être désignés dans les statuts » : P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op.cit.*, p.488.

¹⁰⁰ *Ibidem*, p.42.

¹⁰¹ Par exemple, dans le cas où un co-fondateur revendrait ses actions, ou celui où un fondateur serait obligé de céder ses actions.

¹⁰² Art. 3.26 Code Buisse IV.

¹⁰³ Interview 6.

clauses de reporting renforcé¹⁰⁴ : communication régulière de rapports financiers, notification immédiate de tout événement susceptible d'affecter l'activité ou la valorisation, etc.

e) Failles

Même bien négociés, ces droits de nomination ou de présentation au sein de l'organe d'administration négocié par un fondateur peuvent présenter plusieurs failles. Si ce droit est lié à des classes d'actions, il risque d'être automatiquement transféré lors d'une cession, ce qui peut compromettre l'équilibre initial de la gouvernance.

L'instauration de droits individuels, bien qu'évitant certaines contraintes des classes d'actions, n'offre pas toujours une plus grande souplesse, car leur révocation nécessite l'accord du bénéficiaire. En outre, un droit de présentation dépendant d'une portion du capital peut être perturbé par des coalitions visant à obtenir ce privilège¹⁰⁵. Un abus du droit de présentation peut également survenir si la présentation de candidats biaise le choix de l'assemblée générale en ne proposant que des options inacceptables¹⁰⁶. Enfin, même avec un siège, l'influence effective peut se diluer dans un conseil d'administration élargi avec de nombreux administrateurs non-exécutifs, menant à une dilution des responsabilités et à des décisions potentiellement moins éclairées¹⁰⁷.

f) Protection judiciaire résiduelle

Si, malgré une clause de nomination au conseil, le fondateur est écarté de la gouvernance (révocation abusive, non-respect d'un droit statutaire de présentation), il peut demander l'annulation de la décision sur le fondement d'un abus de droit¹⁰⁸ ou en obtenir l'exécution forcée si la violation concerne un engagement inscrit dans le pacte. En cas de blocage grave ou de conflit paralysant l'organe d'administration, il peut solliciter en référé la désignation d'un administrateur provisoire¹⁰⁹, mesure exceptionnelle destinée à rétablir une gestion neutre dans l'intérêt social. Enfin, lorsque l'éviction s'accompagne d'un manquement grave à l'esprit de collaboration, une action en retrait judiciaire¹¹⁰ peut être envisagée. Ces recours constituent des filets de sécurité mais restent soumis à des conditions strictes, à la réticence des tribunaux à s'immiscer dans la composition des organes, et à des délais, encore une fois, potentiellement incompatibles avec la réactivité attendue dans un contexte de levée de fonds.

¹⁰⁴ C. MATTON et J. TERFVE, *op.cit.*, pp.59

¹⁰⁵ *Ibidem*, p.41

¹⁰⁶ Comm. Bruxelles, réf., 7 juillet 1983 ; Comm. Bruxelles, 31 août 1983.

¹⁰⁷ Annexe 3.

¹⁰⁸ Art. 2:42, 2° CSA

¹⁰⁹ Art. 584, al. 3 Code Judiciaire ; À noter que l'urgence est requise, voy. *Cass. 21 mai 1987, Pas. 1987, I, 1160*.

¹¹⁰ Art. 2:68 et 2 :69 CSA.

3) Les votes : veto et majorités qualifiées

a) Analyse contractuelle

Pour le fondateur de startup, la perte progressive de pouvoir liée à la dilution du capital rend crucial l'aménagement de mécanismes lui permettant de peser sur les décisions stratégiques, même en position minoritaire. Le pacte d'actionnaires constitue à cet égard un levier essentiel, notamment via la négociation de droits de veto¹¹¹ ou de majorités qualifiées¹¹² sur un ensemble de *matières réservées*¹¹³. Celles-ci couvrent généralement des décisions à fort impact, telles que : la modification des statuts, l'émission de nouvelles actions ou d'instruments convertibles, la cession d'actifs stratégiques, ou encore la nomination et la révocation de dirigeants exécutifs. En exigeant l'accord du fondateur pour ces décisions, il est possible de préserver un rôle actif dans l'orientation de la société, de bloquer une opération jugée contraire à ses intérêts, ou de forcer la recherche d'un compromis avant toute décision engageante. Ce pouvoir d'intervention précoce permet souvent d'éviter que les divergences ne se cristallisent au stade de l'assemblée générale¹¹⁴.

L'efficacité de ces clauses dépend toutefois largement de leur intégration aux statuts¹¹⁵. Lorsqu'elles ne figurent que dans le pacte d'actionnaires, elles ne lient que ses signataires et n'affectent pas, en principe, la validité des décisions adoptées par les organes sociaux vis-à-vis des tiers de bonne foi. Leur incorporation dans les statuts leur confère, au contraire, une opposabilité erga omnes et un effet direct sur le processus décisionnel.

Ces mécanismes comportent néanmoins des limites intrinsèques. Si le fondateur tente de négocier un droit de veto trop large¹¹⁶ ou des majorités qualifiées trop exigeantes peuvent être perçus par les investisseurs comme un frein à la réactivité et à la capacité d'adaptation de la startup. Ils peuvent également, dans certains cas, se retourner contre le fondateur lui-même. En effet, un droit de veto ou une majorité qualifiée dont l'exercice conduit à une paralysie durable aux yeux des investisseurs¹¹⁷ peut inciter ces derniers à chercher à le contourner, voire à solliciter judiciairement la nullité sur base d'un abus de minorité voir même en ultime remède, l'exclusion forcée¹¹⁸ du fondateur.

¹¹¹ R. AYDOGDU, "Les pactes d'actionnaires pour organiser l'exercice du pouvoir", Les pactes d'actionnaires, Séminaire Vanham & Vanham, mars 2016, p. 17.

¹¹² P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op.cit.*, pp.479-480.

¹¹³ "Reserved Matters".

¹¹⁴ C. MATTON et J. TERFVE, *op.cit.*, pp. 57-58.

¹¹⁵ *Ibidem*, p. 32-33.

¹¹⁶ Sur un nombre de décisions clés jugé excessif par l'investisseur.

¹¹⁷ D. WILLERMAIN, « Les pactes d'actionnaires : principes fondamentaux – Clauses relatives à l'exercice du pouvoir », *D.A.O.R.*, 1999, p. 19 ; Retardant par exemple des levées de fonds ou décisions d'investissements.

¹¹⁸ Art. 2.63 à 2.67.

b) Protection judiciaire résiduelle

Si les droits de veto ou les majorités qualifiées sont contournés ou ignorés, le fondateur peut, lorsqu'une disposition statutaire est violée, demander l'annulation de la décision sur le fondement de l'article 2:42, 2° CSA¹¹⁹. Lorsque la protection vise uniquement un non-respect du pacte d'actionnaires, il peut agir en responsabilité contractuelle¹²⁰ afin d'obtenir une exécution forcée. En cas de méconnaissance manifeste d'une règle de droit et d'urgence, il est également possible de saisir le juge des référés¹²¹ pour obtenir des mesures provisoires telles que la suspension de la décision¹²² ou l'injonction de respecter un accord de vote¹²³, à condition que les moyens invoqués paraissent, *prima facie*, susceptibles de justifier son annulation. Enfin, si des majorités qualifiées sont utilisées de manière abusive pour adopter des décisions portant gravement atteinte à ses droits ou à ses intérêts légitimes, le fondateur peut solliciter un retrait¹²⁴ judiciaire afin d'obtenir le rachat de ses parts.

4) Les clauses de deadlock

Les situations de blocage décisionnel constituent, comme démontré précédemment, un risque inhérent aux investissements en capital-risque, en particulier lorsque les statuts ou le pacte prévoient des droits de veto étendus, des majorités qualifiées ou encore dans le cas du vote séparé par classe afin d'émettre de nouvelles actions¹²⁵. En l'absence de solution interne, l'ultime remède est le recours au juge pour trancher la mésentente, au terme d'actions en retrait ou en exclusion. Or, celles-ci sont longues et coûteuses et il est donc important pour le fondateur de négocier des clauses visant à anticiper et résoudre ces blocages¹²⁶.

¹¹⁹ Art. 2:42, 2° CSA : « Est frappée de nullité, la décision prise par un organe d'une personne morale ou par l'assemblée générale des obligataires : 1° lorsque cette décision a été adoptée de manière irrégulière, si le demandeur prouve que cette irrégularité a pu avoir une influence sur la délibération ou le vote ou a été commise dans une intention frauduleuse ; 2° en cas d'abus de droit, d'abus, d'excès ou détournement de pouvoir ; 3° lorsque des droits de vote ont été exercés alors qu'ils étaient suspendus en vertu d'une disposition légale non reprise dans le présent code et que, sans ces droits de vote illégalement exercés, les conditions de quorum ou de majorité requis pour les décisions d'assemblée générale n'auraient pas été réunies ; 4° pour toute autre cause prévue dans le présent code ».

¹²⁰ Pour la sanction de la violation des pactes d'actionnaires, voy. P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op.cit.*, pp. 462-463.

¹²¹ E. POTTIER, « Les abus de majorité, de minorité ou d'égalité », in *Les conflits entre actionnaires – Prévention de blocages et abus – Règlement des conflits*, Séminaire Vanham & Vanham, 23 mars 2017, pp. 33-34.

¹²² Art. 2:46 CSA.

¹²³ Cass., 5 janvier 1968, *Pas.*, 1968, I, p. 567 ; Cass., 23 décembre 1977, *Pas.*, 1978, I, p. 477, cité in A. COIBION et J.-M. NELISSEN GRADE, *op.cit.*, p. 30.

¹²⁴ Art. 2:68 et 2:69 CSA.

¹²⁵ J.-A DELCORDE, *op.cit.*, p. 126

¹²⁶ En effet, pour un fondateur de start-up, le blocage d'une levée de fonds en raison de désaccords s'avère extrêmement problématique, son objectif premier demeurant le développement de la boîte. Le temps requis pour engager et mener une action judiciaire représente une contrainte que le fondateur ne peut généralement pas se permettre.

Les clauses de deadlock sont donc fortement utiles pour les parties et visent à instaurer un cadre contractuel de règlement des mésententes afin de préserver la continuité de l'entreprise. Elles reposent d'abord sur une définition précise du blocage, généralement limitée à l'impossibilité répétée de décider sur des points stratégiques, afin d'éviter tout déclenchement abusif. Elles prévoient ensuite des mécanismes internes destinés à favoriser le dialogue¹²⁷, sans toutefois imposer l'aboutissement à un accord¹²⁸.

En dernier recours, lorsque les mécanismes internes de conciliation échouent, certaines clauses de deadlock prévoient un dispositif de sortie reposant sur des options d'achat ou de vente¹²⁹. Selon leur configuration, ces options peuvent reproduire contractuellement l'effet d'un droit de retrait ou d'une exclusion forcée¹³⁰.

En matière de financement en capital-risque, il est fréquent que les parties privilégient des mécanismes contractuels de sortie¹³¹ jugés plus rapides et prévisibles que les recours judiciaires¹³². Pour le fondateur, l'enjeu consiste donc à veiller à ce que les options contractuelles soient rédigées de manière équilibrée, afin de limiter le risque d'abus et d'encadrer strictement la valorisation et les modalités de transfert.

B.- PRESERVATION DE LA POSITION ECONOMIQUE DU FONDATEUR : DILUTION ET PREFERENCES

1) La dilution du capital et de l'influence financière : un risque systémique dans les tours successifs

Les start-ups, par essence, évoluent dans un environnement de risques élevées et d'incertitude quant à leur valorisation initiale¹³³. Les investisseurs en capital-risque, motivés par la perspective de rendement exponentiels pour compenser ces risques, investissent tôt dans le cycle de vie de l'entreprise, entraînant des levées de fonds successives. Cette dynamique expose structurellement le fondateur au risque de dilution, particulièrement en

¹²⁷ Tels que : prévoir des réunion en laissant un certain délai entre elles, faire remonter la divergence en créant une discussion avec des responsables des personnes à l'origine du blocage ou recourir à un tiers indépendant.

¹²⁸ J.-A DELCORDE, *op.cit.*, p. 127.

¹²⁹ *Ibidem*, p.128.

¹³⁰ À noter que ces mécanismes sont impératifs et ne peuvent pas être écartés contractuellement ou par les statuts, voy. P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op. cit.*, pp. 1308-1311.

¹³¹ Options d'achat ou de vente.

¹³² Annexe 2.

¹³³ F. JORENS et R. COPPENS, « Anti-dilutiebescherming in venture capital : zin en onzin », *R.P.S. – T.R.V.*, 2018/3, pp. 155-175 ; X. DIEUX et N. VANDERSTAPPEN, *op. cit.*, pp. 59-82.

cas de *down round*, lorsque de nouveaux titres sont émis à une valorisation inférieure à celle des tours précédents.

Le CSA permet désormais aux SRL d'émettre des actions assorties de droits différents¹³⁴, offrant ainsi un outil qui peut servir à préserver la position du fondateur face à la dilution. Mais ce même mécanisme peut aussi jouer en sens inverse lorsqu'il est utilisé pour accorder aux investisseurs des droits renforcés, par exemple au travers de clauses anti-dilution très protectrices. Dans ce cas, le droit à la distribution et le principe supplétif d'égalité des droits patrimoniaux entre actions¹³⁵ ne suffisent pas à compenser la perte économique subie par le fondateur, ni à le mettre à l'abri du risque financier lié à sa sortie lors de tours de financement ultérieurs.

2) *Les clauses anti-dilution*

Les clauses anti-dilution constituent aujourd'hui un outil contractuel central dans les pactes d'actionnaires conclus entre fondateurs et investisseurs en capital-risque. Leur fonction première est de préserver la position économique de certains actionnaires lors d'opérations ultérieures d'augmentation de capital ou de cession d'actions, en leur permettant de maintenir leur niveau de participation malgré l'émission de nouveaux titres à un prix inférieur.

Elles visent ainsi, d'une part, à sécuriser l'investissement initial des investisseurs et à les inciter à réinjecter des fonds¹³⁶ lors de futures levées¹³⁷, et, d'autre part, à offrir aux fondateurs la garantie qu'eux-mêmes ne subiront pas une dilution excessive susceptible de compromettre leur engagement dans le projet.

Dans le cadre du capital-risque, ces clauses sont particulièrement recherchées par les investisseurs, car ils interviennent à un stade précoce où l'évaluation de la société est incertaine et le risque élevé.

Parmi les mécanismes anti-dilution les plus courants figurent la clause de « *full ratchet* », qui réajuste rétroactivement le prix d'acquisition des actions au niveau le plus bas pratiqué lors d'un tour de financement ultérieur, indépendamment du volume émis¹³⁸. Ce mécanisme offre une protection maximale à celui qui en bénéficie, généralement l'investisseur, mais peut aussi être négocié par un fondateur pour préserver sa participation en cas de baisse de valorisation. Toutefois, son effet peut entraîner une dilution importante pour les autres actionnaires, risquant de compromettre leur motivation et la dynamique future des levées de fonds. À l'inverse, la clause de « *weighted average* » prend en compte à la fois le nouveau prix

¹³⁴ Art.5:41, al. 1^{er} CSA (SRL).

¹³⁵ Art 5:41, al. 1er CSA (SRL) ; J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *Droit des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2020, p. 237.

¹³⁶ Elles permettent également de rassurer les investisseurs quant à l'impact des tours ultérieurs sur leur participation, les incitant ainsi à accepter plus facilement de nouvelles levées de fonds sans crainte d'une dilution disproportionnée.

¹³⁷ JORENS et R. COPPENS, « Anti-dilutiebescherming in venture capital : zin en onzin », *op.cit.*, p. 156

¹³⁸ V. SIMONART et T. TILQUIN, « Le 'ratchet' », in *Mélanges John Kirkpatrick*, Bruxelles, Bruylant, 2004, p. 876

d'émission et la quantité d'actions émises, répartissant l'impact de manière plus équilibrée¹³⁹ entre les actionnaires. Si elle assure une protection moins « absolue », elle peut constituer un compromis acceptable pour les deux parties, permettant à l'investisseur de limiter sa dilution tout en préservant la part du fondateur de manière à maintenir son engagement dans le projet.

a) La protection légale et ses limites

Outre les mécanismes conventionnels d'anti-dilution, le CSA prévoit un cadre légal visant à protéger les actionnaires contre le risque de dilution lors d'opérations ultérieures sur le capital social. Cette protection légale tend principalement à préserver la proportionnalité des participations au sein de la société¹⁴⁰.

En premier lieu, comme susmentionné, toute émission de nouvelles actions est subordonnée à la tenue d'une assemblée générale extraordinaire réunissant un quorum d'au moins la moitié des actionnaires et statuant à la majorité qualifiée des trois quarts des voix présentes ou représentées¹⁴¹. Ce formalisme procédural s'applique également en cas de création ou de modification d'une classe d'actions, ainsi que pour toute émission non proportionnelle au sein de chaque classe existante, impliquant alors un vote distinct par classe¹⁴².

En second lieu, le législateur consacre le droit préférentiel de souscription¹⁴³ lors des augmentations de capital en numéraire. Ce droit confère à chaque actionnaire la faculté de souscrire, par priorité et proportionnellement à sa participation existante, aux actions nouvelles ainsi qu'aux obligations convertibles et autres titres donnant accès au capital. Les statuts ne peuvent, ni limiter ni supprimer ce droit¹⁴⁴. Sa suppression ou limitation ne peut intervenir que par décision d'une assemblée générale extraordinaire respectant les conditions de quorum et de majorités requises pour toute modification statutaire¹⁴⁵, à la triple condition que : (i) la proposition figure explicitement dans la convocation à l'assemblée, (ii) l'organe d'administration la justifie spécifiquement dans un rapport spécial, et (iii) la décision soit soumise au contrôle d'un commissaire ou d'un réviseur aux apports¹⁴⁶.

Dans le contexte spécifique des investissements en capital-risque, ce dispositif légal peut toutefois être indirectement contourné ou aménagé au moyen d'instruments contractuels licites. La pratique dominante consiste à intégrer, dans la documentation transactionnelle, une protection anti-dilution conventionnelle, notamment sous la forme de warrants anti-dilutifs. L'émission de ces warrants, effectuée conformément aux prescriptions du CSA,

¹³⁹ D. DESSERS, *op.cit.*, pp.129-130

¹⁴⁰ A. COIBION., « V - Exemple d'application : les opérations de management buy-out » in *Les conventions d'actionnaires en pratique*, 1e édition, Bruxelles, Larcier, 2010, pp. 141-154

¹⁴¹ Art. 5:120 CSA.

¹⁴² Art. 5:102 CSA.

¹⁴³ Ci-après dénommé « DSP ».

¹⁴⁴ Art. 5:130 §1^{er} CSA.

¹⁴⁵ Art. 5:123 et 5:131, alinéas 5 à 7, du CSA.

¹⁴⁶ Art. 5:130, §3 CSA.

permet de « purger »¹⁴⁷ le DSP dès leur création, de sorte qu’au moment de leur exercice, souvent à un prix symbolique, les autres actionnaires ne disposent plus d’aucun droit prioritaire, leur renonciation ayant été obtenue préalablement.

Le fondateur peut aussi utiliser une convention de croupier¹⁴⁸, dans le but d’éviter une dilution. S’il ne dispose pas de moyens financiers suffisants pour suivre, malgré son droit de souscription préférentiel, il peut s’associer à un tiers ne disposant pas de ce droit, mais désireux de rentrer dans l’actionnariat¹⁴⁹. Cela permet également d’indirectement contourner des clauses d’agrément ou de préemption dirigées contre lui¹⁵⁰.

Ces mécanismes opèrent un transfert significatif de la protection contre la dilution du cadre légal vers le champ contractuel, soulignant que la sauvegarde effective des intérêts des fondateurs repose avant tout sur une négociation minutieuse des pactes d’actionnaires.

b) Protection résiduelle judiciaire

Lorsque les droits légaux ou contractuels visant à limiter la dilution sont violés, le fondateur peut agir en nullité de l’augmentation de capital pour non-respect du droit préférentiel de souscription¹⁵¹ ou de la procédure requise¹⁵². Si la dilution découle d’émissions répétées à un prix manifestement déraisonnable¹⁵³, une action pour abus de majorité peut être envisagée, visant à faire annuler la décision ou à obtenir réparation. La voie du référé peut, en urgence, suspendre une émission litigieuse avant qu’elle ne produise ses effets irréversibles. En dernier ressort, si les augmentations ont eu objectif de mettre « hors-jeu¹⁵⁴ » le fondateur ou autre justification considérées par la jurisprudence comme « *juste motifs* », le retrait judiciaire lui permet, si la procédure judiciaire abouti, de sortir en récupérant la valeur de ses titres¹⁵⁵.

¹⁴⁷ C. MATTON & J. TERFVE, *op.cit.*, pp. 98-99.

¹⁴⁸ Art.4:6 CSA : « chaque associé peut néanmoins, sans le consentement de ses associés, s’associer à une tierce personne relativement à la part qu’il a dans la société ».

¹⁴⁹ P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op.cit.*, pp. 510-512.

¹⁵⁰ Voir Section Clauses agrément et préemption.

¹⁵¹ Art. 5:130 CSA.

¹⁵² Art. 5:130 §§2 et 3 CSA.

¹⁵³ Cass., 19 septembre 1983, *Pas.*, 1984, p. 55 ; Cass., 22 octobre 2021, *Rev. not.*, 2022, pp. 47-49, cité in P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op.cit.* p. 941.

¹⁵⁴ T.E. Gand, div. Courtrai (prés.), 27 mai 2019, *D.A./O.R.*, 2023/3, p. 126, cité in P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op. cit.*, p. 1434.

¹⁵⁵ Encore une fois, seulement si les juste motifs sont présents et reconnus par le juge, voy. P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op. cit.*, p. 960.

3) Les clauses de préférence de liquidation

a) Définition et fonction économique

La clause de préférence de liquidation¹⁵⁶, constitue un mécanisme contractuel fréquemment inséré dans les pactes d'actionnaires conclus entre investisseurs en capital-risque et fondateurs de start-up. Elle confère à certains actionnaires, généralement les investisseurs, un droit prioritaire sur le produit net¹⁵⁷ d'une opération de liquidation, de cession globale d'actifs ou d'exit (rachat industriel, cession à un autre investisseur, introduction en bourse)¹⁵⁸. En droit belge, ce type de clause s'inscrit dans la liberté contractuelle reconnue par le Code des sociétés et des associations en matière d'aménagement des droits économiques attachés aux actions¹⁵⁹. Elle suppose en pratique l'existence de classes d'actions distinctes (actions privilégiées pour les investisseurs, actions ordinaires pour les fondateurs) permettant d'assigner des droits financiers différenciés, notamment au niveau du boni de liquidation¹⁶⁰.

L'objectif pour le fonds est de protéger son rendement minimal en cas de sortie défavorable ou de valorisation inférieure aux prévisions initiales, tandis que le fondateur voit son accès au produit de cession subordonné à la satisfaction préalable de cette créance préférentielle, mécanisme utile pour attirer des nouveaux investisseurs malgré le risque inhérent à l'investissement dans la start-up¹⁶¹. Toutefois, le fondateur peut également en tirer parti en négociant une structure de préférence équilibrée ou en l'assortissant de conditions qui garantissent un partage équitable du produit de cession au-delà d'un certain seuil. Une telle négociation permet de concilier la protection de l'investisseur avec la préservation de l'intéressement économique et en industrie du fondateur, tout en maintenant l'attractivité de la société pour de futurs tours de table.

b) Distinction entre préférence participative et non participative

La préférence non participative ou « *non-participating liquidation preference* » correspond à un mécanisme où la partie l'ayant négociée récupère en priorité, lors de la liquidation, le montant investi initialement¹⁶². Une fois ce montant servi, le solde est réparti exclusivement entre les actionnaires ordinaires, souvent les fondateurs, proportionnellement à leur

¹⁵⁶ Également connue sous le terme anglo-saxon de « Waterfall clause ».

¹⁵⁷ La clause peut porter sur un montant déterminé ou un pourcentage du boni de liquidation, voy. J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT et Ph. MALHERBE, *Droit des sociétés – Précis*, 3e éd., *op. cit.*, p. 492.

¹⁵⁸ C. MATTON & J. TERFVE, *op.cit.*, pp. 114-115.

¹⁵⁹ Art.5:41, alinéa 1^{er} CSA (SRL).

¹⁶⁰ A. COIBION et J.-M. NELISSEN GRADE, *op.cit.*, p. 124.

¹⁶¹ P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op.cit.*, p. 404.

¹⁶² Parfois majoré d'un taux d'intérêt contractuel.

participation¹⁶³. La préférence participative ou « *participating liquidation preference* » fonctionne différemment : la partie l'ayant négociée en sa faveur récupère d'abord son investissement, puis participe également à la répartition du solde au *pro rata* de sa participation au capital¹⁶⁴. Si nous prenons le cas où c'est l'investisseur en capital-risque qui négocie cette clause en sa faveur, la préférence participative est significativement plus protectrice pour ce dernier et plus défavorable au fondateur, puisqu'elle cumule deux avantages financiers.

c) Enjeux économiques et stratégiques pour les fondateurs

Toujours dans le cas où elle est négociée par l'investisseur, il résulte de cette clause une réduction potentielle drastique du produit net qui reviendrait au fondateur lors de l'exit, notamment en cas de valorisation inférieure aux hypothèses optimistes du business plan. Dans les configurations participatives multiples¹⁶⁵, les investisseurs peuvent capter l'essentiel du prix de cession.

Il en résulte également un effet sur les tours futurs : un premier investisseur ayant négocié une préférence généreuse crée un précédent contractuel. Les nouveaux entrants exigeront souvent un traitement similaire, ce qui dilue encore la part des fondateurs à la sortie. Ces effets sont amplifiés lorsque les fondateurs ont un pouvoir de négociation initial faible, typiquement lors d'un premier tour, et acceptent des clauses « *investor friendly* » sans mesurer leur impact à long terme. Cela démontre donc l'importance de penser aux tours de financement futurs et de se faire bien accompagné dès le départ par un conseiller spécialisée. Une mauvaise anticipation ou un mauvais encadrement juridique pouvant avoir des conséquences très lourdes sur les levées suivantes¹⁶⁶.

d) Dimension juridique et insertion dans le droit belge

En droit belge, le CSA ne prévoit pas de régime spécifique pour les clauses de préférence de liquidation. Toutefois, il consacre le principe d'autonomie de la volonté des parties, ce qui autorise celles-ci à déroger au principe supplétif d'égalité des actions en matière de droits patrimoniaux¹⁶⁷, pour autant que les règles impératives soient respectées. La mise en place

¹⁶³ Par exemple : un VC ayant investi 2 M€ dans une start-up se verra rembourser ce montant avant toute distribution aux fondateurs. Si le prix de vente est de 5 M€, le solde (3 M€) est partagé entre tous les autres actionnaires.

¹⁶⁴ Par exemple, dans le scénario précédent, après avoir perçu 2 M€, le VC participe aussi à la distribution des 3 M€ restants, ce qui accroît mécaniquement sa part et réduit celle des fondateurs.

¹⁶⁵ 1.5x, 2x, voir plus en fonction de l'agressivité de la clause.

¹⁶⁶ Annexe 2.

¹⁶⁷ Art.5:41, al. 1^{er} CSA (SRL).

de telles préférences suppose généralement la création de classes de titres distincts¹⁶⁸, auxquelles peuvent être attachés ces droits financiers particuliers.

La validité d'une clause de préférence de liquidation repose sur plusieurs conditions essentielles. D'abord, elle doit respecter l'interdiction du pacte léonin, qui prohibe toute stipulation attribuant la totalité des bénéfices à un seul actionnaire ou excluant un ou plusieurs actionnaires de toute participation aux bénéfices¹⁶⁹. Notons toutefois que le CSA permet, depuis la réforme, de dispenser un associé, de toute contribution aux pertes pour une durée déterminée, sans devoir justifier cette dispense par l'intérêt social¹⁷⁰.

Il est important pour le fondateur concédant une telle clause de veiller à une rédaction avec une précision suffisante quant aux événements déclencheurs. Si elle s'applique en principe au boni de liquidation, elle peut aussi viser d'autres hypothèses de sortie : cession globale de contrôle, rachat industriel, entrée en bourse, voire certaines restructurations.

e) Protection judiciaire résiduelle

En présence d'une clause de préférence de liquidation, les marges d'action judiciaire du fondateur sont limitées mais réelles dans certains cas extrêmes. Le CSA interdit, comme susmentionné, d'exclure totalement un associé de tout droit aux bénéfices ou au boni de liquidation¹⁷¹ : une préférence qui, en toute hypothèse, absorberait la totalité du produit au profit exclusif de l'investisseur pourrait être requalifiée en clause léonine et déclarée nulle. De même, l'article 2:42, 2° CSA permet de sanctionner un abus de majorité si la décision de liquidation ou de cession a été prise dans le seul but de faire jouer la préférence au détriment de l'intérêt social¹⁷², par exemple en orchestrant une vente rapide à un prix juste suffisant pour couvrir la créance privilégiée. Sur le terrain contractuel, un fondateur pourrait tenter, en théorie, d'invoquer l'article VI.91/5, 3° du code de droit économique¹⁷³ relatif aux clauses abusives B2B pour contester une préférence disproportionnée imposée dans un contexte de déséquilibre manifeste, bien que cette application demeure compliquée en pratique si la clause est rédigée de façon claire et compréhensible¹⁷⁴. Autrement dit, le législateur vise

¹⁶⁸ *Actions privilégiées* ou *actions de préférence*, généralement attribuées aux investisseurs, en contraste avec les actions ordinaires le plus souvent détenues par les fondateurs.

¹⁶⁹ Art. 5:14 CSA (SRL).

¹⁷⁰ A noter que le CSA permet néanmoins, depuis la réforme, de dispenser un associé, de toute contribution aux pertes pour une durée déterminée, sans devoir justifier cette dispense par l'intérêt social, voy. P. A. FORIERS, « La SRL et les conventions d'actionnaires comme outils de transmission patrimoniale », in *La transmission des sociétés familiales et le Code des sociétés et associations*, Limal, Anthemis, 2019, pp. 29-31.

¹⁷¹ Art. 5:14 CSA (SRL).

¹⁷² J. RONSE, « Nietigheid van besluiten van organen van de naamloze vennootschap, Preadvies », in *Jaarboek van de Vereniging voor de vergelijkende studie van het recht van Belgique et Nederland 1965-1966*, Tjeenk-Willink, 1966, p. 393, cité in P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op.cit.*, p. 760.

¹⁷³ Art. VI.91/5, §1^{er}, Code de droit économique (ci-après CDE).

¹⁷⁴ Art. VI.93, §2, al. 3, CDE.

l'équilibre juridique des conditions contractuelles, et non leur équilibre économique, restant en principe une question de « libre marché »¹⁷⁵.

Ces recours restent toutefois difficiles à mobiliser : le fardeau de preuve est lourd, les juges se montrent réticents à interférer avec des clauses librement négociées entre parties averties. Concrètement, la protection judiciaire joue ici un rôle de garde-fou exceptionnel, l'essentiel de la protection du fondateur résidant dans la négociation initiale des modalités de la préférence.

C.- MAÎTRISE DE LA COMPOSITION DE L'ACTIONNARIAT ET CLAUSES RELATIVES À LA SORTIE

Dans les pactes conclus entre fondateurs et investisseurs en capital-risque, la stabilité et l'évolution de l'actionnariat sont indissociables. Les clauses visant à maîtriser l'entrée et la sortie des associés, qu'il s'agisse des mécanismes de contrôle des cessions ou des dispositions encadrant les opérations de sortie, participent d'un même objectif : anticiper les changements de contrôle et en maîtriser les conséquences.

Si les premières cherchent avant tout à préserver un équilibre stratégique en filtrant l'accès au capital, les secondes visent à coordonner les conditions de cession lorsque le départ ou l'arrivée d'un nouvel actionnaire devient inévitable. Leur articulation permet ainsi de sécuriser à la fois la composition de l'actionnariat au quotidien et les modalités de sa reconstitution lors d'opérations majeures, dans un cadre que le CSA laisse largement à la libre négociation des parties.

1) Les clauses restreignant la libre cessibilité des titres

La maîtrise de la composition de l'actionnariat s'appuie principalement sur trois types de clauses : l'inaliénabilité, l'agrément et la préemption¹⁷⁶. Toutes poursuivent un objectif commun : réguler l'accès au capital et prévenir des changements non souhaités, mais chacune agit selon une logique propre.

¹⁷⁵ Doc. parl., Chambre, sess. ord., 2018-2019, no 1451/003, p. 32, cité in *Avocad hoc*, « La loi sur l'abus de dépendance économique, les clauses abusives et les pratiques de marchés déloyales entre entreprises », 13 septembre 2021, disponible sur : <https://avocad hoc.be/abus-de-dependance-economique-clauses-abusives-pratiques-de-marches-deloyales-entreprises.html>, consulté le 10 juillet 2025.

¹⁷⁶ P. BOSSARD, *MAM : manuel de l'actionnaire minoritaire des sociétés non cotées*, op. cit., p. 428.

a) La clauses d'inaliénabilité

1. Analyse contractuelle

La clause d'inaliénabilité consiste en l'engagement d'un actionnaire de ne pas céder, pendant une durée déterminée, tout ou partie des titres qu'il détient¹⁷⁷.

Ce type de clause vise également à assurer la stabilité de l'actionnariat¹⁷⁸ sur une période jugée critique, notamment lors des phases de lancement ou de croissance initiale. Fréquemment insérée dans les pactes de capital-risque, elle empêche toute cession prématurée de titres susceptible de fragiliser la société. Les investisseurs peuvent ainsi exiger des fondateurs qu'ils conservent leurs actions pendant plusieurs années afin de garantir leur engagement, tout comme les fondateurs peuvent obtenir que les investisseurs s'engagent également à ne pas céder leurs participations pendant toute la période de démarrage, quand la stabilité du tour de table est essentielle¹⁷⁹.

Leur insertion dans le pacte d'actionnaires présente des atouts non négligeables. D'une part, elle permet de préserver la confidentialité d'informations sensibles, telles que les modalités de valorisation¹⁸⁰, les pactes n'étant soumis à aucune forme de publicité, contrairement aux statuts déposés et publiés au Moniteur Belge. D'autre part, elle autorise une plus grande flexibilité, tant pour adapter la clause à la complexité des situations, que pour y insérer des stipulations spécifiques, telles que des clauses de confidentialité strictes assorties de sanctions contractuelles¹⁸¹.

Son application dépend largement du rapport de force entre les parties. Un investisseur disposant d'un poids important pourra imposer un lock-up strict, par exemple via une interdiction de vente sur plusieurs années ou un mécanisme d'« *earn-out* »¹⁸². À l'inverse, un fondateur influent pourra négocier que ces restrictions s'appliquent aussi aux investisseurs, afin d'éviter tout désengagement prématuré susceptible de fragiliser la crédibilité financière et stratégique du projet. En pratique, la clause profite surtout à celui qui redoute le départ prématuré de l'autre, garantissant la continuité et la crédibilité du projet.

2. Validité, opposabilité et protection judiciaire résiduelle

Le cadre juridique belge encadre la validité de ces clauses tout en offrant une certaine souplesse, du moins pour certaines formes de sociétés. S'agissant des sociétés anonymes (SA),

¹⁷⁷ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT, P. MALHERBE et H. CULOT, « Chapitre 3 – Les titres et leur transfert », in *Droit des sociétés*, 5e édition, Bruxelles, Larcier, 2020, p. 557.

¹⁷⁸ O. CAPRASSE et R. AYDOGDU, *Contrôle et pactes d'associés*, 2009., pp. 122-124.

¹⁷⁹ É. POTTIER, « Le nouveau droit des sociétés en pratique », Limal, Anthemis, 2021, p.28

¹⁸⁰ P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, « MAM : manuel de l'actionnaire minoritaire des sociétés non cotées », op.cit., p.422.

¹⁸¹ *Ibidem*, p. 424.

¹⁸² J.-P. SMEETS, « Point sur les clauses d'earn-out en droit belge », *R.D.C.-T.B.H.*, 2016/5, p. 450.

l'article 7:78 §1^{er}, alinéa 2 CSA dispose que « *les clauses d'inaliénabilité doivent être justifiées par un intérêt légitime, notamment en ce qui concerne leur durée. Les clauses d'inaliénabilité d'une durée indéterminée peuvent à tout moment être dénoncées moyennant le respect d'un préavis raisonnable* ».

Autrement dit, le législateur impose dans les SA une limite de principe : la clause doit poursuivre un intérêt légitime¹⁸³ et elle ne peut pas enfermer indéfiniment un actionnaire sous peine de résiliation ad nutum moyennant préavis raisonnable. Pour les SRL, le CSA ne prévoit pas d'équivalent à cette disposition.

Néanmoins, la différence de régime semble plus théorique que pratique : d'une part, on imagine mal une clause d'inaliénabilité d'une durée excessive dépourvue de tout intérêt légitime : à défaut de justification sérieuse¹⁸⁴ elle pourrait être attaquée comme contraire à l'ordre public ou constitutive d'un abus de droit¹⁸⁵. D'autre part, le droit commun des obligations offre une soupape : tout engagement contractuel à durée indéterminée est en principe résiliable moyennant préavis raisonnable¹⁸⁶. En pratique, la plupart des pactes fixent donc une durée déterminée, généralement calibrée pour correspondre aux besoins du projet et éviter toute remise en cause judiciaire.

Sur le terrain de l'opposabilité, il faut distinguer le cas où la clause figure dans les statuts de celui où elle est purement extra-statutaire. Seules les restrictions statutaires régulièrement publiées produisent effet à l'égard des tiers : ainsi, une cession réalisée en violation d'une clause d'inaliénabilité statutaire est inopposable à la société et aux tiers¹⁸⁷ peu importe la bonne ou mauvaise foi de l'acquéreur. En revanche, une clause d'inaliénabilité insérée uniquement dans un pacte d'actionnaires n'engage que les parties signataires. Ainsi, si un fondateur ou un investisseur cède ses actions en bravant le lock-up convenu, la cession effectuée en violation du pacte reste juridiquement valable¹⁸⁸ vis-à-vis de la société et du tiers

¹⁸³ Il peut s'agir de l'intérêt social, ou de l'intérêt particulier d'un ou plusieurs actionnaires, voy. P. VAN HOOCHTEN et J. VAN DEN BOSSCHE, « Aandeelhoudersovereenkomsten na de wet van 23 maart 2019 tot invoering van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen », D.A./O.R., 2020/4, p. 48.

¹⁸⁴ Par exemple la nécessité de stabilité durant un plan stratégique pluriannuel.

¹⁸⁵ Selon T. DELAHAYE, « tout contrat d'activité qui anéantit ou réduit considérablement la liberté du débiteur porte atteinte à l'ordre public », cité in P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *MAM : manuel de l'actionnaire minoritaire des sociétés non cotées*, op.cit. p. 439.

¹⁸⁶ Art. 5.75, al. 2 code civil (ci-après c.c) ; O., VANDEN BERGHE et J., VANSEVENANT, « Actualiteit: Hof van Cassatie, 13/01/2022, C.21.0357.N », R.D.C.-T.B.H., 2022/1, pp. 131-132 ; D. WILLERMAIN, « La société à responsabilité limitée : au-delà de la suppression du capital », in *Le Code des sociétés et des associations : (r)évolution ?*, Bruxelles, Larcier, 2019, p. 123 ; R. JAFFERALI, « 9. - La durée du contrat » in Derval, Th. et al. (dir.), *La réforme du droit des obligations*, 1e édition, Bruxelles, Larcier, 2023, pp. 359-367.

¹⁸⁷ Art.5:68, al. 2 CSA ; P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *MAM : manuel de l'actionnaire minoritaire des sociétés non cotées*, op.cit., p.429.

¹⁸⁸ Art 5.69 c.c.

acquéreur *de bonne foi*¹⁸⁹, mais expose le cédant fautif à des responsabilités contractuelles envers les autres parties sous la forme d'une réparation par équivalent¹⁹⁰.

Pour protéger le fondateur, le juge conserve un donc pouvoir de contrôle a posteriori sur la clause d'inaliénabilité, mais uniquement dans des situations exceptionnelles. Deux situations principales peuvent être distinguées. D'une part, lorsqu'une clause restrictive visant le fondateur, insérée dans les statuts ou dans le pacte, est frappée de nullité en raison des conditions légales rappelées ci-dessus, elle est réputée non écrite et le fondateur retrouve alors la libre disposition de ses titres. D'autre part, lorsqu'un investisseur cède ses actions en violation d'une telle clause, la cession peut être déclarée inopposable si la clause figure dans les statuts, ou, à défaut, si le tiers acquéreur est de mauvaise foi¹⁹¹. En dehors de ces hypothèses de nullité ou de violation manifeste, les leviers judiciaires dont dispose le fondateur demeurent limités.

b) Les clauses d'agrément et de préemption

1. Analyse contractuelle

Les clauses d'agrément et de préemption sont deux instruments classiques destinés à filtrer l'entrée de nouveaux actionnaires et à maintenir la maîtrise de l'actionnariat.

La clause d'agrément soumet toute cession d'actions à un consentement préalable, celui d'un organe de la société ou d'une ou plusieurs parties déterminées¹⁹². L'objectif est d'éviter l'intrusion d'un tiers indésirable au capital. Dans une start-up, comme susmentionné, cette préoccupation est cruciale tant pour les fondateurs que pour les investisseurs : chacun veut garder la main sur l'identité de ses coactionnaires.

De son côté la clause de préemption oblige tout actionnaire souhaitant vendre ses actions à proposer celles-ci en priorité au bénéficiaire désigné¹⁹³. Elle agit comme une option d'achat prioritaire sur les titres offerts, à un prix déterminé le plus souvent par un expert ou par l'assemblée générale¹⁹⁴, et permet de garantir le maintien des actions au sein du groupe d'origine si celui-ci le souhaite.

Bien négociées, les clauses d'agrément et de préemption peuvent constituer pour le fondateur un véritable bouclier contractuel. Elles lui permettent, par exemple, d'exiger que

¹⁸⁹ N. HALLEMEESCH, « Hoofdstuk IV - Uitwerking tegenover derden » in *Aandeelhoudersovereenkomsten*, Bruxelles, Intersentia, 2019, pp. 67-70 ; E. POTTIER, « Les pactes d'actionnaires relatifs aux conditions de cession des titres », in *Les pactes d'actionnaires*, Séminaire Vanham & Vanham, 1er mars 2018, p. 22

¹⁹⁰ P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *MAM : manuel de l'actionnaire minoritaire des sociétés non cotées*, op.cit., p.462 ; À noter que la possibilité d'exécution en nature est mentionnée également, mais semble assez difficile dans ce cas.

¹⁹¹ *Ibidem*, p.431.

¹⁹² Par exemple, les actionnaires majoritaires, un comité ad hoc, voire un tiers, voy. É. POTTIER, « Le nouveau droit des sociétés en pratique », op.cit., p. 31.

¹⁹³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT, P. MALHERBE, *Droit des sociétés*, op. cit., p. 556.

¹⁹⁴ A. COIBION & J.-M. NELISSEN GRADE, op. cit., p. 60.

son accord soit requis pour toute cession des parts de l'investisseur, bloquant ainsi l'entrée d'acteurs indésirables comme des concurrents, ou de se réserver un droit prioritaire de rachat sur les titres mis en vente. Ce type de contractualisation sur mesure lui offre une protection plus fine que le seul régime légal supplétif de la SRL¹⁹⁵.

Cependant, ces mêmes mécanismes peuvent, mal négociées, se retourner contre lui. Un investisseur pourrait exploiter la clause d'agrément pour refuser systématiquement tout acquéreur présenté par le fondateur, non pas dans l'intérêt de la société, mais afin de le maintenir dans une situation de « captivité » actionnariale. Ce refus d'agrément abusif illustre le risque qu'une clause conçue pour protéger puisse devenir un outil de blocage au détriment du fondateur, même si imagine difficilement ce cas où un capital-risqueur voudrait à tout prix bloquer au sein de la société un fondateur désengagé souhaitant quitter la société.

2. Articulation avec le CSA

Dans une SRL, l'agrément préalable conserve donc toute son importance, même si le CSA permet désormais d'ouvrir complètement le capital si les statuts le prévoient explicitement. Par défaut, la SRL reste « fermée » aux tiers, toute cession d'actions à un non-actionnaire requérant l'agrément de 50 % des actionnaires représentants au moins 75 % des actions, déduction faite des actions dont la cession est proposée, sauf disposition statutaire contraire¹⁹⁶. Les cessions ne respectant pas cette règle sont inopposables à la sociétés et aux tiers, peu importe que le cessionnaire soit de bonne foi, et même si la restriction statutaire n'est pas reprise dans le registre des actionnaires¹⁹⁷.

En outre, l'article 5:67 CSA confirme que « les statuts, les conditions d'émission de titres ou des conventions peuvent limiter la cessibilité... ». Autrement dit, la loi autorise expressément les parties à prévoir des restrictions supplémentaires, par convention extra-statutaire notamment, pour encadrer les transferts de titres en SRL.

L'un des écueils de la clause d'agrément isolée est qu'elle pourrait, en cas de refus prolongé, paralyser la cession des actions de manière indéfinie. Le législateur a donc encadré sa durée d'effet dans certains types de sociétés. Dans les SA, l'application d'une clause d'agrément ou de préemption ne peut avoir pour effet de rendre les actions inaliénables pendant plus de 6 mois à partir de la demande d'agrément¹⁹⁸, l'objectif étant d'éviter qu'un actionnaire cédant ne reste prisonnier de ces titres trop longtemps¹⁹⁹.

En revanche, Dans les SRL, cette limitation de 6 mois ne s'applique pas. Le régime de la SRL est beaucoup plus souple, les associés pouvant convenir contractuellement d'un agrément qui bloquera les cessions pendant un an, deux ans, voire plus, sans que la loi d'impose une

¹⁹⁵ Art. 5:63 CSA.

¹⁹⁶ Art.5:63, §1^{er} CSA , l'alinéa 2 mentionnant que cet agrément n'est "toutefois pas requis lorsque les actions sont cédées ou transmises : 1° à un actionnaire ; 2° au conjoint du cédant ; 3° à des ascendants ou descendants du cédant en ligne directe ».

¹⁹⁷ Art. 5:63 §2 CSA.

¹⁹⁸ Art. 7:78, §1^{er}, al. 3 CSA.

¹⁹⁹ É. POTTIER, "Le nouveau droit des sociétés en pratique », op.cit., p. 33.

ouverture après un certain délai. Il est donc crucial pour les fondateurs de négocier des mécanismes de sorties parallèles afin de ne pas se retrouver bloqués.

La distinction entre SRL et SA tend à s'estomper quant à ces clauses : les mêmes types de restrictions sont admis, mais simplement encadrés différemment. En SRL, le législateur a prévu un verrou par défaut tout en laissant une grande liberté statutaire, alors qu'en SA, il n'y a pas d'agrément imposé par défaut mais toute clause insérée par les parties doit respecter des garde-fous de durée et de justification. Dans les deux cas, statuts et pactes peuvent coexister pour organiser l'agrément et la préemption, et il est fréquent que les stipulations du pacte reprennent dans les statuts les points essentiels²⁰⁰, tout en détaillant dans le pacte les procédures pratiques et exceptions.

3. Protection judiciaire résiduelle – deux hypothèses

La première hypothèse est celle où l'investisseur refuse d'accorder l'agrément de manière arbitraire. L'article 5:64 du CSA prévoit que le cédant et le candidat-acquéreur peuvent saisir en référé le tribunal de l'entreprise pour contester un refus d'agrément conformément à l'article 5:63 du CSA²⁰¹. Le président du tribunal, siégeant comme en référé et après avoir appelé à la cause la société et les actionnaires opposants, peut juger le refus d'agrément arbitraire. Dans ce cas, le jugement vaut agrément de la cession²⁰², permettant ainsi la vente des actions malgré l'opposition. Il est donc important pour le fondateur, lorsqu'il envisage de vendre ultérieurement ses titres, de négocier le fait que ce droit ne soit pas exclu dans la clause d'agrément. Lorsque le refus est abusif, le fondateur peut également invoquer l'abus de droit²⁰³ pour solliciter l'annulation d'une décision de refus d'agrément lorsqu'elle a été prise en l'absence d'intérêt raisonnable ou légitime²⁰⁴. Enfin, en présence d'un blocage durable et sans issue, par exemple si l'investisseur refuse systématiquement tout acquéreur proposé sans offrir de solution de rachat, le fondateur conserve la possibilité d'introduire une action en retrait pour justes motifs²⁰⁵, permettant au tribunal d'ordonner le rachat forcé de ses titres par l'autre partie.

La seconde hypothèse, dans le cas où un investisseur cède ses actions en violation d'une clause d'agrément ou d'un droit de préemption, le fondateur dispose de plusieurs leviers judiciaires. En premier lieu, lorsque la restriction est inscrite dans les statuts, la cession est inopposable à

²⁰⁰ Afin d'en garantir l'opposabilité erga omnes.

²⁰¹ Art. 5:64, al. 1 CSA ; P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *MAM : manuel de l'actionnaire minoritaire des sociétés non cotées*, op.cit., p. 659.

²⁰² Art. 5:64, al. 3 CSA.

²⁰³ Art. 2:42, 2° CSA ; Art. 1:10, al. 2 c.c ; P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *MAM : manuel de l'actionnaire minoritaire des sociétés non cotées*, op. cit., p. 756.

²⁰⁴ P. LECOCQ, *Manuel de droit des biens*, 1, Bruxelles, Larcier, 2012, p. 300, n° 118 ; P.A. FORIERS, « Observations sur le thème de l'abus de droit en matière contractuelle », note sous Cass., 30 janvier 1992, *R.C.J.B.*, 1994, pp. 217-218, n° 21, cités in P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, « MAM : manuel de l'actionnaire minoritaire des sociétés non cotées », op. cit., p. 756.

²⁰⁵ Art. 2:68 et 2 :69 CSA.

la société et aux autres actionnaires²⁰⁶. Si elle ne l'est pas, une action en responsabilité contractuelle peut être engagée contre l'investisseur cédant pour violation du pacte d'actionnaires²⁰⁷, ainsi qu'une action en tierce complicité contre l'acquéreur si les conditions²⁰⁸ sont remplies. Une action pour abus de droit²⁰⁹ peut également être lancée ainsi qu'en dernier recours, une action en exclusion forcée si les conditions²¹⁰ sont remplies.

2) Les clauses de sorties conjointes

En complément des mécanismes encadrant l'entrée de nouveaux actionnaires, les pactes conclus dans le cadre d'opérations de capital-risque prévoient fréquemment les modalités de sortie des associés en cas de cession, totale ou partielle, de ses actions à un acquéreur tiers. Les clauses de sortie conjointe ont pour objet d'harmoniser les droits et obligations des actionnaires à ce moment clé, afin d'éviter tout désalignement d'intérêts entre fondateurs et investisseurs. Elles se déclinent principalement en deux variantes : le droit de suite (*tag-along*) et l'obligation de suite (*drag-along*).

a) Tag-Along

Le droit de suite, ou clause de *tag along*, est un mécanisme essentiel des pactes d'actionnaires visant à protéger les minoritaires en leur permettant de céder leurs titres au même acquéreur, aux mêmes conditions et pour le même prix qu'un actionnaire significatif qui vend une participation importante²¹¹. Cette clause est particulièrement précieuse pour un fondateur devenu minoritaire après plusieurs levées de fonds, car elle lui garantit une liquidité et lui permet de bénéficier d'une éventuelle prime de contrôle, tout en évitant de rester lié à un nouvel actionnaire dominant non choisi.

Pour en faire un véritable outil de protection, la clause doit être négociée avec précision. Le fondateur a tout intérêt à exiger une obligation de notification détaillée de la part du cédant²¹², ainsi que l'assurance que ses titres seront repris exactement aux mêmes conditions, y compris pour les garanties et engagements postérieurs à la vente. Il est également crucial de prévoir des mécanismes garantissant l'effectivité de la cession, comme l'interdiction faite

²⁰⁶ Art. 5:61, al. 2 (SRL).

²⁰⁷ P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op.cit.*, pp. 462-463.

²⁰⁸ P. WERY, *Droit des obligations*, vol. 1, Théorie générale du contrat, Bruxelles, Larcier, 2021, p. 661, n° 655, cité in B. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, « MAM : manuel de l'actionnaire minoritaire des sociétés non cotées », *op. cit.*, p. 408.

²⁰⁹ Art. 2 :42, 2° CSA.

²¹⁰ Art. 2 :63 à 2 :67 CSA.

²¹¹ A. COIBION et J.-M. NELISSEN GRADE, *op.cit.*, p. 66 ; É. POTTIER, « Restrictions à la cessibilité des titres et organisation de la gouvernance au sein de la société anonyme par le biais d'une convention d'actionnaires ou de clauses statutaires : analyse juridique et réflexions pratiques », in *Le nouveau droit des sociétés en pratique. Questions choisies*, Limal, Anthemis, 2021, p. 59.

²¹² Pour un exemple de rédaction de cette clause, voy A. COIBION et J.-M. NELISSEN GRADE, *op. cit.*, p. 159.

au cédant de vendre ses propres actions si le tiers refuse celles des bénéficiaires, ou l'obligation pour le cédant de les racheter lui-même aux mêmes conditions. Cela permet d'éviter que le fondateur ne se retrouve qu'avec un recours afin d'obtenir une réparation par équivalent de la part du cédant si le tiers acheteur refusait d'acheter plus de titres.²¹³

Il est aussi intéressant d'insérer dans la clause une répartition proportionnelle et équitable des garanties et frais liés à la transaction, un seuil de déclenchement clairement défini pour couvrir les changements de contrôle significatifs, ainsi qu'une indépendance par rapport au droit de préemption afin que sa non-exercice ne vaille pas renonciation au tag along²¹⁴. Bien négocié, ce mécanisme devient donc pour le fondateur un instrument stratégique lui permettant de sécuriser sa sortie et de préserver la valeur de sa participation.

b) Drag-Along

L'obligation de suite, ou clause de *drag along*²¹⁵, constitue le pendant inversé du droit de suite. Elle confère à un ou plusieurs actionnaires majoritaires, ou à un groupe détenant une participation significative, la faculté de contraindre les actionnaires minoritaires à céder leurs titres simultanément et, en principe, aux mêmes conditions que celles qui leur sont proposées. Ce mécanisme vise à faciliter la cession de l'intégralité du capital social à un tiers acquéreur, objectif souvent recherché par des acheteurs stratégiques souhaitant obtenir 100 % des actions afin d'assurer une prise de contrôle totale. Si cette clause répond à un impératif d'efficacité transactionnelle pour les investisseurs, elle présente, pour un fondateur devenu minoritaire après plusieurs tours de financement, un risque considérable : elle peut l'obliger à céder sa participation à un moment, à un prix ou dans des conditions juridiques qu'il n'aurait pas choisies, et parfois à un montant inférieur à son prix d'entrée ou à ses attentes de valorisation.

La négociation de cette clause revêt donc une également une importance cruciale pour le fondateur. Il convient, en premier lieu, de définir un seuil de déclenchement suffisamment élevé, généralement lié à un changement de contrôle²¹⁶, afin d'éviter qu'un groupe d'investisseurs minoritaires puisse activer l'obligation sans véritable changement de contrôle. Ce prix peut être déterminé de différentes manières, comme un prix d'entrée, un taux de rentabilité attendu, ou être fixé par une expertise indépendante²¹⁷. Une telle disposition permet de prémunir le fondateur contre le risque d'une vente à perte ou à une valorisation jugée défavorable.

Le fondateur doit accorder une attention particulière aux modalités accessoires à la cession. Il lui appartient de veiller à ce que les déclarations et garanties, les engagements de non-concurrence, les clauses de non-débauchage ou les obligations de réinvestissement qui lui seraient imposés soient strictement proportionnels au prix qu'il percevra, et, dans la mesure

²¹³ C. MATTON et J. TERFVE, *op.cit.*, p. 85.

²¹⁴ *Ibidem*.

²¹⁵ *Ibidem*, pp. 85-88.

²¹⁶ Par exemple, la cession d'au moins 50 % + 1 action, voy. *Ibidem*.

²¹⁷ C. MATTON et J. TERFVE, *op.cit.*, p. 87.

du possible, limités²¹⁸. Enfin, il est dans son intérêt d'exiger la prééminence du droit de préemption sur le *drag along*, de manière à pouvoir, seul ou avec d'autres actionnaires, se substituer au tiers acquéreur et racheter les titres concernés, ce qui permet de conserver le contrôle sur l'identité de l'actionnariat²¹⁹. En intégrant ces éléments dès la rédaction du pacte, le fondateur transforme un mécanisme potentiellement défavorable en une option de liquidité encadrée, n'activant l'obligation de cession que dans le cadre d'une vente majeure respectant ses intérêts stratégiques.

c) Protection judiciaire résiduelles – mécanismes de sortie conjointe

Lorsque les mécanismes contractuels et la négociation ne permettent pas de résoudre un différend lié à la mise en œuvre d'une clause de sortie conjointe, le fondateur dispose de plusieurs leviers judiciaires.

En cas de violation d'une clause de *tag-along* par l'investisseur cédant, le fondateur peut évidemment solliciter la réparation de son préjudice par la voie de l'action en responsabilité contractuelle²²⁰ comme vu précédemment ou agir si la clause était insérée dans les statuts donc inopposable. En dernier recours, si la violation traduit une mécontente grave et durable, le fondateur peut envisager une action en retrait judiciaire sur le fondement des articles 2:68 et 2:69 CSA, permettant d'obtenir le rachat forcé de ses titres par l'autre partie. Dans ce cadre, le juge peut s'écarter de toute clause de fixation du prix conduisant à un montant manifestement déraisonnable²²¹. La seule perspective de voir ce dernier mécanisme activée pourrait avoir un effet préventif²²², incitant les actionnaires à adopter un comportement mesuré dans ce contexte

S'agissant du *drag-along*, si celui-ci est exercé conformément au contrat par dans des conditions abusives, par exemple à un prix dérisoire, le fondateur peut invoquer l'abus de droit au sens de l'article 1.10, alinéa 2, du Code civil, lequel prohibe l'exercice d'un droit d'une manière dépassant manifestement les limites de l'exercice normal qu'en ferait une personne prudente et raisonnable placée dans les mêmes circonstances. Ce principe, combiné à l'exigence d'exécution de bonne foi des conventions et à la prohibition de leur mise en œuvre abusive²²³, permet de contester l'activation d'un *drag-along* dans des conditions déloyales.

En outre, lorsque l'activation du *drag-along* prend la forme d'une décision d'organe social, telle qu'une résolution d'assemblée générale approuvant la cession, celle-ci peut être annulée sur le fondement de l'article 2:42, 2° CSA, en cas d'abus de droit, d'excès ou de détournement

²¹⁸ *Ibidem*.

²¹⁹ *Ibidem*.

²²⁰ Pour la sanction de la violation des pactes d'actionnaires, voy. P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op.cit.*, pp. 462-463.

²²¹ P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op. cit.*, p.1532

²²² B. TILLEMANS et G. VAN SOLINGE, « De uittreding en uitsluiting », *T.P.R.*, 2000, p. 634, n° 5, cité in P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op. cit.*, p. 1283.

²²³ Art. 5.73 c.c.

de pouvoir, notamment lorsqu'elle est contraire à l'intérêt social²²⁴ ou motivée par la recherche d'un avantage personnel au détriment de la société ou des autres actionnaires.

3) *Les clauses de Leaver*

Les investisseurs, lors de la rédaction du pacte, cherchent à anticiper les conséquences d'un éventuel départ du fondateur en insérant dans le pacte d'actionnaires ou dans une convention distincte des clauses dites de « *leaver* ». Ces clauses, qui trouvent leur qualification juridique dans la notion de promesse de contrat de vente d'actions au sein du Code civil²²⁵, déterminent dès leur conclusion les éléments essentiels du transfert futur, à savoir l'objet, constitué des actions détenues par le fondateur, et le prix, qui doit être déterminé ou objectivement déterminable²²⁶.

Elles opèrent en fonction de la cause du départ et distinguent généralement les situations qualifiées de « *good leaver* », correspondant à un départ non fautif, de celles qualifiées de « *bad leaver* », caractérisées par un départ fautif²²⁷ ou d'autres variantes²²⁸. Elles sont un outil de protection essentiel pour le fondateur lorsqu'elles sont négociées de manière stratégique. Cette protection repose principalement sur trois axes : la définition des cas de départ, la reconnaissance d'un droit de vente et la fixation d'une méthode de valorisation équitable.

a) *Le Good leaver*

Le fondateur doit veiller autant que possible à ce que la définition des « événements de *good leaver* » soit suffisamment large pour inclure toutes les hypothèses de départ non fautif, telles que la révocation sans juste motif, le décès, l'incapacité ou la retraite²²⁹, et être complétée par une clause « *attrape-tout*²³⁰ » stipulant que tout départ non qualifié de *bad leaver* est réputé constituer un *good leaver*. Le droit de vente²³¹ constitue une garantie de liquidité

²²⁴ P.A. FORIERS, « La SRL et les conventions d'actionnaires comme outils de transmission patrimoniale – L'apport du Code des sociétés et des associations », in *L'influence du nouveau Code des sociétés et des associations sur la transmission des sociétés familiales*, Limal, Anthémis, 2019, p. 36, n° 60, cité in P. BOSSARD, R. AYDOGDU et M. BORN, *op. cit.*, p. 457.

²²⁵ Art. 5.25 c.c.

²²⁶ Nous renvoyons à l'ouvrage suivant pour plus de précisions sur les conditions de validité de ces clauses, voy. J.-A. DELCORDE, « Les clauses et les litiges relatifs au départ de l'actionnaire minoritaire et du gestionnaire », in H. CULOT (dir.), *Litiges en droit des sociétés*, 1re éd., Bruxelles, Larcier-Intersentia, 2023, pp. 95-98.

²²⁷ *Ibidem*, p. 92.

²²⁸ Telles que l'« *early leaver* », lorsque le départ intervient avant une période déterminée de création de valeur, ou le « *neutral leaver* », introduisant des conditions intermédiaires, viennent parfois nuancer cette typologie; Il existe également d'autres variantes, voy. *Ibidem*.

²²⁹ *Ibidem*, pp.122-123.

²³⁰ Aussi appelée Clause «*Catch all*», voy. *Ibidem*, p. 122.

²³¹ Via une option «*PUT*».

fondamentale, permettant au fondateur ou à ses ayants droit d'imposer le rachat de leurs actions et d'éviter toute situation d'actionnariat forcé²³².

Enfin, le prix d'exercice de l'option²³³ doit être négocié pour garantir une juste rétribution de la valeur créée. À cette fin, il est essentiel que le prix en cas de « *good leaver event* » soit basé sur la valeur de marché²³⁴ de la société. La négociation doit porter sur l'établissement d'une méthode de calcul aussi détaillée et objective que possible, que ce soit par le biais d'une formule prédéfinie dans la convention ou par référence à une valorisation récente, comme celle d'un tour de financement. Pour se prémunir contre le risque de moins-value, le fondateur a également tout intérêt à négocier l'intégration d'un prix plancher, qui correspond souvent au prix de souscription initial de ses actions²³⁵. La combinaison de ces mécanismes assure que la sortie non-fautive du fondateur se fasse à des conditions financières équitables et prévisibles.

b) Le Bad leaver

La qualification d'un départ en « *bad leaver* », suite à une faute du gestionnaire²³⁶ entraînant une rupture du lien managérial, déclenche des conséquences sévères. En premier lieu, le fondateur est généralement privé de son option de vente²³⁷ et se voit contraint de céder ses parts par l'exercice d'une option d'achat²³⁸ au profit des investisseurs²³⁹. Le risque réside dans le prix de la cession, fréquemment prévu comme le prix le plus bas entre le prix de souscription et le prix du marché et/ou affecté d'une décote²⁴⁰.

La principale protection pour le fondateur consiste à encadrer et limiter strictement les hypothèses de *bad leaver* dans la négociation du pacte. Il doit le faire en proscrivant les définitions vagues ou trop larges au profit de critères objectifs et vérifiables et en contrôlant la clause « *attrape tout* » précédemment mentionnée. Il doit également être conscient que la loi lui offre un filet de sécurité en cas de prix de cession manifestement déconnecté du préjudice réel subi par l'entreprise, la clause pouvant être requalifiée en clause pénale abusive²⁴¹, pouvant être réduite²⁴², voire annulée²⁴³.

²³² *Ibidem*, p. 124.

²³³ Qui doit être déterminé ou déterminable, voy. M. Fyon, et J.-F. Germain, « 6. - Les mécanismes statutaires ou contractuels de règlement de l'urgence entre associés » in J.-F. Germain (dir.), *L'entreprise face à l'urgence*, 1^{re} édition, Bruxelles, Larcier, 2018, p. 271.

²³⁴ « *Fair market value* ».

²³⁵ J.-A. Delcorde, *op. cit.*, p. 124 ; le gestionnaire étant le fondateur dans notre cas.

²³⁶ P.-O. Mahieu, « Les pactes d'actionnaires dans le cadre des opérations de private equity », Séminaire Vanham & Vanham, 17 mars 2016, p. 14 ; J.-A. Delcorde, *op. cit.*, p. 122.

²³⁷ *PUT*.

²³⁸ *CALL*.

²³⁹ *Ibidem*, p. 124.

²⁴⁰ *Ibidem*.

²⁴¹ Art. VI.91/5, 8° CDE.

²⁴² Art 5.88, §2 c.c.

²⁴³ J.-A. Delcorde, *op. cit.* pp. 119-120.

En définitive, s'agissant de ces clauses, le juge n'intervient qu'à titre exceptionnel, en cas d'abus manifeste ou de déséquilibre évident. En dehors de ces hypothèses, la protection du fondateur repose avant tout sur la qualité de la négociation contractuelle menée en amont et sur la précision des stipulations convenues.

D.- CONCLUSION

L'analyse des pactes d'actionnaires et des protections judiciaires résiduelles met en évidence que, dans l'écosystème belge du capital-risque, la protection des fondateurs repose avant tout sur la négociation contractuelle. Le Code des sociétés et des associations offre un cadre flexible, en particulier via la SRL, permettant une véritable « ingénierie juridique sur mesure ». Cette flexibilité a toutefois pour corollaire de transférer la majeure partie de la protection dans la sphère contractuelle, faisant du pacte d'actionnaires l'instrument central de régulation des relations entre fondateurs et investisseurs.

Si les clauses contractuelles offrent des mécanismes puissants tels que les classes d'actions, droits de veto, anti-dilution, préférences de liquidation, clauses de leaver ou de sortie, elles se révèlent ambivalentes. Elles peuvent sécuriser l'investissement, mais, si elles sont mal négociées, elles risquent de fragiliser considérablement la position du fondateur, parfois jusqu'à l'exclure de la valeur qu'il a contribué à créer. La protection judiciaire, quant à elle, existe mais demeure un recours d'ultime secours : lente, coûteuse et rarement activée, elle ne peut constituer qu'un filet résiduel dans un univers où la rapidité et la souplesse sont déterminantes.

Dès lors, la véritable clé de la protection se situe dans l'anticipation et la qualité de la négociation du pacte. Un fondateur ne peut se dispenser de l'accompagnement de conseils spécialisés, capables de prévenir les déséquilibres les plus manifestes et de construire un cadre contractuel viable à long terme. Si le droit belge ne semble pas nécessiter de réforme globale, une vigilance particulière devrait toutefois être accordée à certaines clauses abusives. Un encadrement légal minimal de ce type de dérives pourrait contribuer à protéger la dignité et les droits fondamentaux des fondateurs, comblant une lacune persistante dans leur statut par rapport aux salariés.

En définitive, cette partie juridique révèle un équilibre délicat : le droit belge offre la structure, mais la protection effective dépend de la capacité des fondateurs à se préparer, à comprendre les mécanismes complexes des pactes et à défendre leur position avec rigueur et lucidité.

IV.- ÉVOLUTION DE LA GOUVERNANCE ET DU MANAGEMENT

La gestion d'une start-up confrontée à l'entrée d'un fonds de capital-risque soulève des enjeux à la fois stratégiques, organisationnels et humains. Le capital-risque, au-delà de son rôle de financement, agit comme un véritable catalyseur de transformation : il restructure la vision stratégique, impose de nouveaux mécanismes de contrôle et redéfinit la posture du fondateur. Dans cette perspective, nous analysons tout d'abord les principes de management et les stratégies affectées par l'entrée d'un fonds de capital-risque dans l'actionnariat de la start-up, en mobilisant les apports de la littérature managériale et stratégique. Nous mettons ensuite en lumière les mécanismes concrets imposés par les VCs, qui traduisent le passage d'une organisation souple et entrepreneuriale vers une structure plus formalisée et performative. La réflexion se poursuit sur les moyens dont dispose le fondateur pour préserver une marge de liberté, que ce soit par le leadership d'influence, la maîtrise de l'information ou encore par des dispositifs contractuels, afin d'éviter une perte totale de contrôle. Enfin, nous confrontons ces enseignements théoriques à la réalité empirique à travers une enquête de terrain menée par entretiens semi-directifs, permettant de saisir la manière dont ces dynamiques se matérialisent dans la pratique et de mieux comprendre les tensions vécues par les acteurs concernés.

A.- PRINCIPES DE BASE DE MANAGEMENT ET STRATEGIES AFFECTEES PAR LE RECOURS AU CAPITAL-RISQUE

1) Stratégie

L'entrée d'un fonds de capital-risque (VC) modifie profondément la stratégie d'une startup. Trois dimensions sont centrales : l'orientation marché, la nature de la planification et la discipline imposée aux fondateurs.

Drucker rappelle que le but ultime de toute les stratégies développée au sein d'une entreprise est de créer un client²⁴⁴. L'innovation doit être comprise comme une recherche intentionnelle et organisée des changements et une analyse systématique des opportunités que ces changements peuvent offrir²⁴⁵. Elle doit rester proche du marché et axée sur le marché²⁴⁶, la valeur innovation étant déterminante pour assurer le succès commercial²⁴⁷. L'arrivée d'un VC

²⁴⁴ P. DRUCKER, *Innovation and Entrepreneurship: Practice and Principles*, New York, Harper & Row, 1985, p. 243.

²⁴⁵ M. RAMSINGHANI, *The Business of Venture Capital: The Art of Raising a Fund, Structuring Investments, Portfolio Management, and Exits*, 3e éd., Hoboken (N.J.), John Wiley & Sons, 2021.

²⁴⁶ P. DRUCKER, *op.cit.*, p. 161

²⁴⁷ W. CHAN KIM et R. MAUBORGNE, *Beyond Disruption: Innovate and Achieve Growth without Displacing Industries, Companies, or Jobs*, Boston, Harvard Business Review Press, 2023.

accentue cette logique en visant à aider les entrepreneurs à construire des entreprises importantes et durables et à catalyser et créer de la valeur plus rapidement²⁴⁸. Leur « *singular goal* » est la création d'entreprises capables de générer des rendements supérieurs pour leurs investisseurs²⁴⁹. Dans ce cadre, il s'agit de monopoliser rapidement un créneau et d'agir comme un carburant pour la création de nouvelles innovations à travers des entreprises en phase de création ou de croissance, en recherchant les pépites cachées dans des endroits non évidents²⁵⁰, les aidant à amplifier leurs forces et pallier leurs faiblesses²⁵¹.

Cette quête de scaling rapide est inhérente à leur modèle basé sur la loi de puissance, où quelques réussites compensent de nombreux échecs²⁵². Cette vision est basée sur une prévision statistique dans laquelle une minorité d'événements produit la majorité de l'effet total. Toutefois, cette pression peut modifier la mission originelle de l'équipe fondatrice. Les mécanismes de contrôle, préférences de liquidation, droits de vote ou sièges au board, sont souvent contingents à la performance²⁵³. L'entrepreneur doit comprendre que le recours au capital-risque peut générer des pressions indésirables, car il implique toujours des conditions et des attentes fortes²⁵⁴.

Mintzberg distingue d'une part la stratégie émergente, fondée sur l'apprentissage, la compréhension des intentions à travers l'action et les bonds en avant dramatiques face à l'incertitude²⁵⁵, et d'autre part une stratégie planifiée et structurée. Sans financement externe, la vision du fondateur peut orienter la trajectoire de manière flexible²⁵⁶. Avec le VC, les financements sont conditionnés à l'atteinte de « *milestones* »²⁵⁷ précis. Cette nouvelle façon de planifier sécurise l'investissement et transforme l'intuition entrepreneuriale en plan de croissance mesurable, mais réduit l'agilité de la startup²⁵⁸.

McGrath formalise cette approche dans le « *discovery-driven planning* ». Contrairement à la planification traditionnelle, il part du principe que peu est connu et beaucoup est supposé²⁵⁹. Les VCs financent des options avec vérification progressive, chaque étape transformant les hypothèses en connaissances. Cette méthode impose de tester et de tuer des hypothèses,

²⁴⁸ M. RAMSINGHANI, *op. cit.*, p.xiv.

²⁴⁹ *Ibidem*.

²⁵⁰ *Ibidem*, p. 57.

²⁵¹ *Ibidem*, p. 378.

²⁵² S. MALLABY, *The Power Law: Venture Capital and the Making of the New Future*, New York, Penguin Press, 2022, p. 209.

²⁵³ Selon l'auteur, en général, la répartition des droits de contrôle dépend de la performance de l'entreprise : si elle fonctionne mal, les VCs prennent la main. Si les résultats s'améliorent, l'entrepreneur conserve ou récupère plus de droits. En cas de très bonnes performances, les VCs gardent surtout leurs droits financiers mais cèdent la majorité des droits de contrôle ; S. KAPLAN et P. STRÖMBERG, « Financial Contracting Theory Meets the Real World », *Review of Economic Studies*, vol. 70, n° 2, 2003, pp. 281-312.

²⁵⁴ S. MALLABY, *op.cit.*, p. 386..

²⁵⁵ H. MINTZBERG, B. AHLSTRAND et J. LAMPEL, *Strategy Safari: A Guided Tour through the Wilds of Strategic Management*, New York, The Free Press, 1998, p. 11.

²⁵⁶ *Ibidem*, p. 124.

²⁵⁷ Jalons, objectifs à atteindre.

²⁵⁸ Ce changement permettant de réduire les pertes liées à des mauvaises décisions, voy. P. GOMPERS et J. LERNER, « The Venture Capital Revolution », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, n° 2, 2001, pp. 145-168.

²⁵⁹ R.G. MCGRATH et I.C. MACMILLAN, « Discovery-Driven Planning », *Harvard Business Review*, 1995, pp. 4-7.

renforçant l'apprentissage organisationnel²⁶⁰. Toutefois, elle peut heurter des fondateurs attachés à leur vision initiale et créer de forts désalignements. Dans certains cas, les investisseurs interviennent directement dans la gouvernance, jusqu'à remplacer le dirigeant si la stratégie n'évolue pas selon ces principes et s'il en a le pouvoir²⁶¹.

En somme, le capital-risque transforme une démarche flexible et visionnaire en un parcours structuré où la création de valeur repose sur la combinaison suivante : discipline, croissance rapide et validation systématique des hypothèses.

2) Management de l'équipe fondatrice

Le passage d'une petite équipe soudée à une organisation soumise à de fortes pressions externes requiert une nouvelle dynamique de leadership. Le fondateur doit passer du rôle de visionnaire, parfois charismatique à celui de « *change leader* », capable d'aligner ses équipes dans un contexte où ses décisions ne sont plus totalement libres.

Kotter estime que les transformations réussies reposent à 70-90 % sur le leadership et seulement 10-30 % sur le management²⁶², un leader visionnaire est efficace au démarrage, mais un leadership différent est requis à mesure que la start-up grandit²⁶³. Les VCs accentuent cette pression : ils peuvent dicter aux fondateurs qui embaucher, comment vendre et comment structurer leur recherche²⁶⁴. Cette dynamique peut mener au remplacement du fondateur-PDG : près des deux tiers des entreprises financées par VC changent de dirigeant, seuls 49 % restant en place jusqu'à l'IPO²⁶⁵.

Avec l'arrivée des VCs, la performance est encadrée par des outils formalisés. Grove rappelle que l'output d'un manager est l'output des unités organisationnelles sous sa supervision ou son influence²⁶⁶. Selon lui, si un collaborateur ou employé échoue, c'est qu'il ne peut pas le faire ou ne veut pas le faire : la mission du manager est donc de le motiver et de le former. Il insiste aussi sur la planification, considérant que l'écart d'aujourd'hui représente un échec de planification dans le passé²⁶⁷. Les VCs imposent cette logique par plusieurs leviers : critères de performance explicites, clauses de performance « *vesting* » et « *time vesting* »²⁶⁸, ainsi qu'un reporting régulier qui tend à formaliser questions telles que « qu'êtes-vous en train d'exécuter, d'innover ou construisez-vous une équipe ? »²⁶⁹.

L'intervention des VCs transforme la configuration organisationnelle, passant d'une organisation entrepreneuriale, souple et informelle, vers une structure

²⁶⁰ *Ibidem*, p. 11.

²⁶¹ S. MALLABY, *op.cit.*, *op.cit.*, p. 114.

²⁶² J. KOTTER, *Conduire le changement : feuille de route en 8 étapes*, Paris, Pearson, 2015.

²⁶³ *Ibidem*, pp.19-20

²⁶⁴ The power law, p. 59

²⁶⁵ M. RAMSINGHANI, *op.cit.*, p. 289

²⁶⁶ A.S. GROVE, *High-Output Management*, New York, Random House.Inc., 1985, p. 108-110.

²⁶⁷ *Ibidem*.

²⁶⁸ S. KAPLAN et P. STRÖMBERG, *op.cit.*, p. 287.

²⁶⁹ M. RAMSINGHANI, *op.cit.*, p. 394.

divisionnelle/professionnelle plus formalisée. Grove identifie des organisations hybrides, combinant des unités décentralisées orientées mission et des fonctions centralisées²⁷⁰. Cette évolution est accélérée par la présence accrue des investisseurs au board, composé d'experts sectoriels visant une contribution équilibrée et une communication ouverte et fréquente. L'introduction des « outils de management de performances tels que les « OKRs²⁷¹ », « KPIs »²⁷² et systèmes de reporting régulier formalise la gestion. Alors que les startups débutent avec des pratiques informelles, l'arrivée du capital-risque impose des structures et systèmes plus rigides²⁷³.

B.- CHANGEMENTS CONCRETS LIÉS À L'ARRIVÉE D'UN FONDS DE CAPITAL-RISQUE

1) Stratégie et vision

Avec l'entrée d'un fonds, les ressources reçues permettent à l'objectif stratégique de viser une plus forte scalabilité. Comme susmentionné, les VCs apportent du capital à des entreprises petites et jeunes, marquées par une grande incertitude mais dotées d'un potentiel de récompense élevé²⁷⁴. La finalité des investisseurs est de soutenir des entreprises à forte croissance, de transformer les startups en licornes et de récolter l'argent avec de larges multiples²⁷⁵. Ils se présentent comme des accélérateurs permettant de repousser les frontières de l'innovation, agissant comme un agent de changement et soutenant les fondateurs de la prochaine génération²⁷⁶. Les entreprises qui réussissent et accèdent à l'IPO reçoivent davantage de cycles de financement, confirmant que l'industrie du capital-risque est indissociable de la croissance et de la nécessité de gérer le changement²⁷⁷. Dans cette logique, les VCs recherchent des ruptures radicales avec le passé et des événements extrêmes, cherchant à libérer les talents et à les pousser à créer de nouvelles industries²⁷⁸.

L'innovation, comme l'a rappelé Drucker, doit viser le leadership. Pour les VCs, cela signifie définir une stratégie d'investissement combinant l'expertise des fonds, l'identification de nouvelles opportunités de marché et la création de leadership dans un environnement donné²⁷⁹. L'enjeu est de guider les fondateurs vers un leadership sur leur marché, quitte à redessiner les contours de la vision initiale.

²⁷⁰ A.S. GROVE, *op.cit.*, p. 123.

²⁷¹ *Objectives and Key Results*.

²⁷² *Key Performance Indicators*.

²⁷³ Annexe 3, 5 et 7.

²⁷⁴ P. GOMPERS et J. LERNER, « The Venture Capital Revolution », *op.cit.*, p. 145.

²⁷⁵ M. RAMSINGHANI, *op.cit.*, p.5.

²⁷⁶ *Ibidem*, p.11

²⁷⁷ P. GOMPERS et J. LERNER, « The Venture Capital Revolution », *op.cit.*, p. 155.

²⁷⁸ S. MALLABY, *op.cit.*, p. 14.

²⁷⁹ P. DRUCKER, *op.cit.*, p. 136.

Cette logique s'accompagne d'une pression sur la différenciation. Les VC's recherchent des entreprises atypiques capables de créer des océans bleus. Ils investissent parce qu'ils croient en quelque chose, en une vision, mais aussi la capacité des fondateurs à bâtir quelque chose de radicalement nouveau²⁸⁰. Dans cette optique, ils évaluent si la vision du dirigeant est une vision ou une hallucination, et n'hésitent pas à la façonner ou la valider²⁸¹. Le concept de stratégie océan bleu implique de viser la valeur et l'innovation plutôt que de simples améliorations concurrentielles. Les VC's cherchent ainsi à identifier de nouvelles opportunités cachées, des catalyseurs perturbateurs et à mener la formation d'entreprises dans des marchés émergents. Ce rôle de conseil et d'accompagnement, particulièrement utile aux fondateurs débutants²⁸², peut profondément transformer la vision de départ pour l'orienter vers des résultats hors normes.

2) Gouvernance et structure

Comme évoqué lors de la première section, l'arrivée d'un fonds modifie la dynamique de management et de gouvernance. L'un des premiers leviers est la « *board governance* » : les VC's exigent des sièges au conseil d'administration, assortis de droits de vote, de conseil et de liquidation, leur permettant d'obtenir le contrôle total si l'entreprise fonctionne mal. Ces sièges sont spécifiquement réservés ou contrôlés par les VC's.

Dans leur étude, Kaplan et Strömberg démontrent que dans environ 25 % des cas, les VC's détenaient la majorité des sièges, les fondateurs dans 14 % et ni l'un ni l'autre dans 61 %. Le rôle des VC's dépasse toutefois le contrôle : ils évaluent le CEO, aident à créer de la valeur pour les actionnaires et à gérer les risques²⁸³. Cette montée en puissance entraîne une réduction progressive des droits des fondateurs au conseil au fil des financements. À mesure que l'entreprise mûrit, le capital engagé augmente et, avec lui, l'influence des VC's. Leur présence au conseil se renforce, surtout lorsque la surveillance devient cruciales. Les décisions du board peuvent alors s'élargir aux budgets, aux plans d'options et aux choix stratégiques, tandis que sa composition se professionnalise avec l'apport d'experts en stratégie, ventes ou marketing²⁸⁴.

Les processus décisionnels sont également transformés. L'arrivée de nouveaux acteurs crée des coalitions entre fondateurs, investisseurs et managers recrutés par le fonds. Il est extrêmement important que la composition et la confiance entre les membres du board soient suffisante pour faire face à ces changements²⁸⁵. Une communication ouverte et fréquente

²⁸⁰ W.C. KIM et R. MAUBORGNE, *Blue Ocean Strategy: How to Create Uncontested Market Space and Make the Competition Irrelevant*, Boston, Harvard Business School Publishing Corporation, 2015., pp.13-14 ; S. MALLABY, *op.cit.*, pp. 81-82.

²⁸¹ M. RAMSINGHANI, *op.cit.*, p. 17.

²⁸² *Ibidem*, p. 381.

²⁸³ S. KAPLAN et P. STRÖMBERG, *op.cit.*, pp. 362-354.

²⁸⁴ M. RAMSINGHANI, *op.cit.*, p. 367.

²⁸⁵ J. KOTTER, *op.cit.*, p. 64.

devient essentielle pour maintenir l'alignement²⁸⁶. Dans certains cas, nous y reviendrons, la nomination de directeurs indépendants vise à atténuer les comportements intéressés et à équilibrer les relations entre fondateurs et investisseurs.

Comme nous l'avons évoqué, ces changements s'ajoutent également toujours une obligation de reporting²⁸⁷. Alors que la gestion interne pouvait auparavant rester relativement informelle, les fondateurs sont désormais tenus de fournir une comptabilité complète et des rapports financiers réguliers, destinés tant aux gestionnaires du fonds qu'aux investisseurs institutionnels qui les soutiennent. Ces rapports ne se limitent pas au suivi de la performance globale : ils incluent la gestion de la trésorerie, l'analyse du « *burn rate* »²⁸⁸ et la documentation fiscale, assortie d'audits indépendants²⁸⁹, afin de garantir l'intégrité et la fiabilité des données communiquées. Cette transparence accrue vise à permettre aux VCs de prendre des décisions éclairées sur la poursuite du financement ou la distribution de liquidités, tout en renforçant leur capacité à intervenir si la trajectoire de l'entreprise s'écarte des objectifs fixés. En pratique, ces obligations de reporting contribuent à structurer la gouvernance de la start-up, mais elles réduisent corrélativement la marge de manœuvre du fondateur, qui doit s'adapter à un régime de contrôle plus rigoureux.

Enfin, la possibilité de remplacement du CEO illustre l'un des changements les plus sensibles. Comme mentionné précédemment, près des deux tiers des startups financées par du capital-risque remplacent leurs PDG fondateur. À mesure que l'entreprise progresse, les exigences managériales dépassent leur expérience initiale : gérer personnes, budgets et technologies dans un contexte de forte croissance devient un défi. Les conflits sont fréquents, le manque de liquidités ou la perte de contrôle pouvant conduire au remplacement du fondateur. Des exemples notoires, tel que celui de Travis Kalanick²⁹⁰, montrent que les VCs n'hésitent pas à intervenir avec vigueur lorsque la gouvernance ou la stratégie l'exige.

C.- COMMENT LE FONDATEUR PEUT-IL EVITER DE PERTE LE CONTROLE ?

Après avoir montré comment l'entrée des VCs impose discipline et contrôle, il importe désormais d'examiner comment le fondateur peut préserver une marge de liberté. Au-delà des mécanismes juridiques déjà analysés en détail dans la partie orientée *Droit*, nous mettrons l'accent ici sur leur impact concret en gouvernance, ainsi que sur les leviers managériaux qui permettent au fondateur de conserver son influence.

²⁸⁶ M. RAMSINGHANI, *op.cit.*, p. 372.

²⁸⁷ *Ibidem*, p. 24.

²⁸⁸ Taux de consommation de liquidités, voy. The business p. 364.

²⁸⁹ M. RAMSINGHANI, *op.cit.*, p. 402.

²⁹⁰ Fondateur et ancien CEO de Uber, contraint à démissionner par ses propres investisseurs, voy. S. MALLABY, *op.cit.*, p. 371.

1) Leviers managériaux clés

Même si le fondateur perd progressivement du contrôle formel, il peut préserver une influence réelle par plusieurs leviers clés.

En premier lieu, le « *leadership d'influence* ». Kotter rappelle que le dirigeant doit s'appuyer sur une coalition²⁹¹ dirigeante rassemblant individus engagés, expertise et réputation. Cette coalition permet d'aligner les parties prenantes autour d'une vision partagée, ce qu'un fondateur seul ne peut pas obtenir dans une organisation en croissance. La clarté et la force de cette vision, souvent affinée dans un processus exigeant, donnent un cap et inspirent l'action. Le fondateur conserve ainsi un rôle symbolique et culturel majeur, non plus par un contrôle direct, mais en créant un climat favorable au changement et en incarnant le sens du projet²⁹².

Ensuite, la maîtrise de l'information. Grove souligne que le savoir constitue un levier déterminant²⁹³. Le fondateur qui possède un savoir-faire spécifique sur le produit, la technologie ou le marché bénéficie d'une asymétrie d'information favorable. Dans les environnements à forte incertitude, celui qui détient la connaissance opérationnelle (coûts, ventes, clients) peut orienter rapidement les décisions. Cette autorité informelle peut équilibrer le pouvoir croissant des investisseurs à condition de maintenir une communication ouverte avec le conseil.

D'autre part, nommer des administrateurs indépendants au board constitue également un mécanisme essentiel pour préserver un certain équilibre. En apportant une expertise spécifique, qu'il s'agisse de stratégie, de ventes ou de marketing, ces profils, tout en contribuant à renforcer la capacité du conseil à accompagner la croissance de l'entreprise grâce à leurs compétences techniques pourront avoir un rôle d'arbitres impartiaux : n'étant liés ni exclusivement aux fondateurs ni aux VCs, ils peuvent agir comme médiateurs dans les situations de tension. Leur présence permet aussi de limiter les comportements opportunistes qui pourraient découler d'un contrôle unilatéral, en incitant les parties à rechercher des compromis raisonnables et alignés avec l'intérêt de l'entreprise dans son ensemble²⁹⁴.

Disposer d'un business model robuste et de premiers indicateurs de traction avant l'entrée des VCs constitue enfin également un atout décisif de négociation, réduisant le risque de transfert complet du pouvoir aux investisseurs²⁹⁵.

Ces mécanismes permettent au fondateur de continuer à jouer un rôle d'influence, même lorsque son contrôle formel s'érode, en s'appuyant davantage sur la légitimité, la confiance et la capacité à fédérer les acteurs clés.

²⁹¹ J. KOTTER, *op.cit.*, pp.6-8.

²⁹² *Ibidem*, pp.8-11.

²⁹³ Notons qu'il décrit cette importance en parlant des « *Know-How* » managers, et non des fondateurs, voy. A.S. GROVE, *op.cit.* pp.ix-x.

²⁹⁴ B. J. BROUGHMAN, « The Role of Independent Directors in Startup Firms », *Utah Law Review*, 2010/3, art. 1, cité in *The business Venture*, pp.374-375.

²⁹⁵ S. KAPLAN et P. STRÖMBERG, *op.cit.*, pp.281-282 ; Annexe 3.

2) Quelques leviers contractuels et leurs impacts sur la gouvernance

Nous avons déjà consacré une analyse approfondie aux mécanismes juridiques et contractuels de protection dans la partie du travail orienté sur le pacte et la protection judiciaire résiduelle, en détaillant notamment les pactes d'actionnaires et leurs principales clauses. Il ne s'agit donc pas ici de répéter cette étude, mais d'examiner comment certains de ces leviers influencent concrètement la gestion et la gouvernance de l'entreprise. L'accent sera mis sur la dynamique du conseil d'administration et sur quelques clauses spécifiques, moins développées précédemment, qui façonnent directement la marge de liberté du fondateur.

Les clauses de gouvernance²⁹⁶ redessinent l'équilibre décisionnel. La présence accrue des investisseurs au conseil d'administration leur permet d'exercer une influence tangible sur les orientations stratégiques et sur le recrutement de managers ou d'employés. Dans certains cas, des administrateurs externes, agréés conjointement, agissent comme contre-pouvoirs et garants d'un arbitrage impartial, comme nous venons de le voir dans le point précédent. Le fondateur conserve voit donc, comme mentionné précédemment, son rôle transformé en celui d'un manager devant convaincre et aligner plutôt que décider seul.

Négocier des actions à droits de vote différenciés²⁹⁷ constituent un autre instrument utile pour garder un contrôle sur la gestion et la stratégie de l'entreprise. Elles permettent aux fondateurs de préserver leur influence stratégique malgré une dilution de leur capital. Si leur application est plus répandue aux États-Unis qu'en Europe, elles soulignent une logique de fond : la volonté de maintenir une continuité dans la vision et le leadership de l'entreprise, même lorsque les investisseurs deviennent majoritaires sur le plan financier.

De même, accepter des mécanismes de vesting et les clauses de non-concurrence joue un rôle dans la gestion quotidienne. Le vesting²⁹⁸, en rendant progressive l'acquisition des actions du fondateur, renforce son engagement à long terme et rassure les investisseurs sur sa motivation. Les clauses de non-concurrence, en limitant la possibilité de départ opportuniste, sécurisent la stabilité du projet et garantissent que les compétences clés restent mobilisées au service de l'entreprise, même si celles-ci s'avèrent parfois difficiles à étayer. Ces dispositifs, bien que contraignants, s'ils ne sont pas abusifs, influencent directement la dynamique managériale en illustrant une volonté de pérennité et en renforçant l'alignement des parties prenantes²⁹⁹.

Il est important de noter que la relation entre fondateurs et investisseurs n'est pas figée : elle évolue à chaque tour de financement, les termes étant fréquemment renégociés³⁰⁰. Aux premiers stades, l'incertitude et l'asymétrie d'information sont maximales³⁰¹, et c'est à ce moment que les clauses contingentes sont les plus fréquentes³⁰² : les droits de vote, de contrôle ou de financement futur sont souvent liés à des mesures observables de performance

²⁹⁶ Places au board, droits de vote, droits de veto, etc.

²⁹⁷ *Ibidem*, p. 286.

²⁹⁸ P. GOMPERS et J. LERNER, « The Venture Capital Revolution », *op.cit.*, p. 157.

²⁹⁹ *Ibidem*, p. 286.

³⁰⁰ S. KAPLAN et P. STRÖMBERG, *op.cit.*, p. 313.

³⁰¹ P. GOMPERS et J. LERNER, « The Venture Capital Revolution », *op.cit.*, p. 154.

³⁰² S. KAPLAN et P. STRÖMBERG, *op.cit.*

ou à la réalisation de jalons précis, comme précédemment mentionné. Le vesting du fondateur et les clauses de non-concurrence apparaissent aussi plus fréquemment à ce stade, traduisant la volonté des investisseurs de sécuriser leur engagement et de limiter le risque d'opportunisme³⁰³.

En définitive, ces leviers contractuels, bien qu'ils puissent apparaître comme de simples clauses juridiques, façonnent directement la gouvernance et conditionnent la marge de liberté effective du fondateur. Leur impact dépend largement du timing et de la capacité du dirigeant à négocier en amont, en tenant compte de l'évolution de la relation avec les investisseurs. Après avoir analysé ces mécanismes et leur portée, il importe désormais de confronter ces enseignements théoriques à la réalité, à travers l'enquête menée et les résultats obtenus.

D.- ENQUÊTE ET RÉSULTATS

1) *Méthodologie*

La méthodologie de cette enquête repose, comme mentionné dans l'introduction sur une série d'entretiens qualitatifs menés auprès de fondateurs de start-ups, d'investisseurs et d'un juriste spécialisé. Les résultats obtenus étant d'ordre qualitatif, aucun outil statistique n'a été mobilisé : le traitement s'est fait a posteriori et exclusivement par l'auteur, sous forme d'analyse thématique. Cette démarche a permis de confronter le cadre théorique identifié dans la littérature aux expériences et ressentis des intervenants, afin de dégager les principaux points d'attentions.

2) *Pouvoir de négociation et rapport de forces initial*

Le rapport entre fondateurs et investisseurs en capital-risque lors d'un premier tour de financement repose sur un jeu de négociation marqué par une asymétrie initiale. Ce rapport de force dépend du profil du fondateur, de la situation de la start-up et de la qualité de l'accompagnement juridique. Le pacte d'actionnaires constitue l'instrument central : souvent long et complexe, il détermine l'équilibre des droits et obligations des parties. Un pacte mal rédigé peut générer tensions, blocages et perte de valeur, tandis qu'un pacte négocié avec l'appui de conseils spécialisés s'avère un investissement indispensable pour sécuriser la relation.

Les investisseurs, surtout lors des premiers tours, misent davantage sur la qualité et la maturité du fondateur que sur le projet en lui-même. Cette logique renforce l'importance, pour le fondateur, d'effectuer sa propre due diligence sur le fonds entrant, afin de s'assurer

³⁰³ *Ibidem*, p.292.

d'un alignement culturel et stratégique. Le choix de l'investisseur dépasse donc l'apport de capital : il conditionne aussi l'accès à un réseau, à des expertises et à une vision partagée.

Le pouvoir de négociation varie fortement selon l'expérience du fondateur. Le primo-entrepreneur, dépourvu d'historique et dépendant financièrement, dispose de peu de marge et se voit contraint d'accepter les standards imposés par les investisseurs. À l'inverse, un fondateur expérimenté, ayant déjà réalisé un exit, bénéficie d'une crédibilité accrue et peut imposer davantage ses conditions. De manière générale, la protection réelle semble ne pas découler du droit positif mais du rapport de force : une entreprise en difficulté doit céder, tandis qu'une société en croissance conserve une capacité à dicter ses termes. Il peut donc être conseillé pour un fondateur d'avoir d'abord un business solide avant de chercher à lever des fonds.

Enfin, plusieurs leviers apparaissent essentiels dès le premier tour. La dispersion du capital permet d'éviter qu'un seul acteur ne contrôle la société et protège ainsi le fondateur d'un blocage stratégique disproportionné. En outre, trois libertés sont à préserver dans la négociation : la gouvernance, en maintenant une autonomie suffisante malgré la structuration du conseil d'administration ; le financement et la cession des titres, tout en conservant la possibilité de lever ou de vendre sans entraves ; et le recrutement, afin de rester maître de la constitution de l'équipe. Ces libertés constituent les conditions minimales pour garantir au fondateur une influence durable malgré la dilution progressive de son pouvoir.

3) *Le pacte d'actionnaires*

Le pacte d'actionnaires constitue donc l'instrument juridique central de la relation entre fondateurs et investisseurs en capital-risque. Document dense et technique, il définit les droits et obligations des parties et devient le point de référence en cas de conflit. Tant que tout va bien, il reste en arrière-plan, mais lors d'une crise, il joue un rôle comparable à celui d'un contrat de mariage lors d'un divorce. En l'absence de protection légale spécifique pour les fondateurs, la négociation contractuelle reste leur principal rempart.

Certaines clauses peuvent renforcer leur position. Les mécanismes anti-dilution visent à limiter l'érosion de la participation en cas de levée à une valorisation inférieure, bien qu'ils puissent créer des désalignements d'intérêts. La création de classes d'actions à droits différenciés offre une protection significative, car elle permet au fondateur de bloquer certaines décisions stratégiques s'il conserve la majorité au sein de sa classe, mais à l'inverse une minorité détenant assez d'actions dans une classe distincte pourrait bloquer des décisions. De même, des droits de veto ou des clauses de gouvernance équilibrées assurent une marge d'influence, tandis que les clauses de sortie conjointes³⁰⁴ encadrent les cessions d'actions et garantissent une certaine équité.

D'autres clauses, à l'inverse, pèsent lourdement sur les fondateurs. La liquidation préférentielle garantit aux investisseurs la récupération prioritaire de leur mise, souvent avec

³⁰⁴ Tag-along, drag-along.

un multiple, ce qui peut réduire drastiquement le retour financier des fondateurs. Les clauses de good leaver/bad leaver sécurisent l'engagement des fondateurs mais leur définition, potentiellement abusive, peut entraîner la perte de leurs titres. La dilution progressive, l'alourdissement des obligations de gouvernance et de reporting, ou encore le transfert de la propriété intellectuelle au bénéfice exclusif de la société sont autant d'éléments qui limitent leur marge de manœuvre. Enfin, la logique financière des fonds, soucieux de rentabilité rapide dans un horizon de sept à dix ans, peut entrer en tension avec la vision à long terme des fondateurs.

La différence entre un pacte bien négocié et un pacte imposé est déterminante. Le premier reflète un équilibre contractuel, protège contre les abus et favorise la confiance entre parties. Le second, souvent accepté par des fondateurs inexpérimentés ou mal conseillés, peut contenir des failles créant des déséquilibres majeurs et des blocages. Dans un contexte où les pactes d'actionnaires sont de plus en plus orientés en faveur des investisseurs, la meilleure protection du fondateur réside dans sa capacité à négocier et à s'entourer de conseillers spécialisés. Face à un fonds qui, lui, arrive systématiquement bien entouré, informé et doté d'une expertise solide, il est essentiel pour le fondateur de compenser ce déséquilibre en s'appuyant sur un bon accompagnement juridique, même si cela représente un coût significatif.

4) *Professionnalisation de la gouvernance*

L'entrée d'investisseurs en capital-risque transforme en profondeur la gouvernance et le management des start-ups. Avant leur arrivée, la gouvernance est généralement informelle : les conseils d'administration existent parfois seulement sur papier, les assemblées générales se résument aux fondateurs et à quelques proches, et aucun audit interne structuré n'est véritablement en place.

L'arrivée d'un premier fonds marque une rupture nette. La gouvernance doit être professionnalisée, souvent à partir d'une « page blanche ». La mise en place d'un conseil d'administration formalisé devient incontournable, chaque nouvel investisseur important souhaitant y obtenir un siège. Le pacte d'actionnaires fixe alors le nombre de sièges et les règles de décision, souvent par majorités qualifiées. Dès lors, plusieurs décisions stratégiques ne relèvent plus uniquement du fondateur : le recrutement de cadres clés implique la participation des fonds, les budgets et prévisions sont élaborés selon des standards rigoureux, et les investissements doivent être validés sur la base d'une feuille de route claire³⁰⁵. Les fonds privilégient également la nomination de réviseurs d'entreprise indépendants, issus de cabinets réputés, afin de garantir transparence et fiabilité.

Cette transformation s'accompagne d'une formalisation croissante de la gestion. Les investisseurs exigent un reporting structuré et régulier, généralement mensuel ou trimestriel, incluant comptes financiers, indicateurs de performance (KPIs), suivi du cash-flow et calcul du

³⁰⁵ Cela passe par la définition d'une enveloppe de CAPEX (Capital Expenditure), donc le choix des catégories d'investissement, voy. Annexe 5.

runway. Les documents préparatoires doivent être détaillés, transmis à l'avance et analysés collectivement, ce qui alourdit les processus de décision mais renforce la transparence. Le fondateur ou son représentant, doit être en mesure d'expliquer tous les chiffres : cette contrainte élimine les approximations et impose une rigueur nouvelle.

Cette formalisation entraîne toutefois une augmentation des frais de fonctionnement, car la startup doit se doter de ressources dédiées au reporting. Elle modifie aussi la culture interne, en imposant une logique de contrôle et de performance. Pour les investisseurs, il s'agit de sécuriser le capital engagé et de maximiser la création de valeur. Pour le fondateur, cela suppose d'accepter un partage du pouvoir et une structuration plus lourde, nécessaires pour accompagner la croissance de l'entreprise.

5) *Évolution de la vision et du rôle du fondateur*

L'entrée d'investisseurs en capital-risque constitue donc une étape charnière pour les fondateurs, transformant profondément leur rôle et redéfinissant la dynamique de gouvernance. Ce changement est souvent source de désalignements, car les logiques entrepreneuriales et financières ne coïncident pas toujours.

Le rôle du fondateur évolue à mesure que l'entreprise grandit et lève des fonds. Au départ, il est omniprésent et opérationnel, impliqué dans toutes les tâches quotidiennes, de la vente à la gestion. Avec l'arrivée des investisseurs, son rôle devient progressivement plus stratégique et orienté vers la vision globale et la croissance de l'entreprise. Certains fondateurs peuvent même se repositionner comme « Chief Visionary Officer » ou un autre rôle similaire, projetant l'organisation vers l'avenir et imaginant ses produits de demain, tout en déléguant la gestion quotidienne à des profils plus structurés. Ce glissement s'accompagne d'un changement de posture : le fondateur, initialement perçu comme un décideur « autocratique », doit apprendre à convaincre son conseil d'administration. Ce dernier agit comme un sounding board, posant des questions, demandant des justifications et, même s'il fait confiance au fondateur, challengeant ses décisions de manière constructive. Ce mécanisme est perçu comme une réelle valeur ajoutée, car il oblige à une réflexion approfondie qui n'est pas toujours possible dans une petite équipe fondatrice.

La croissance et la complexité croissantes de l'entreprise peuvent toutefois rendre nécessaire un repositionnement, voire un remplacement du fondateur. Le passage d'un chiffre d'affaires d'un à dix millions d'euros et les engagements de personnels parfois massifs exigent des compétences managériales spécifiques, proches de la gestion structurée, et très peu de fondateurs excellent dans cette transition. Il devient alors crucial de recruter des profils expérimentés, souvent des COO issus de grandes écoles, capables de prendre en charge la gestion quotidienne. Le fondateur doit, quant à lui, faire preuve de lucidité et se demander s'il est encore la personne la plus adaptée pour créer de la valeur dans les prochaines années. Les profils qui conviennent pour lancer un projet ne sont pas toujours ceux qui conviennent pour en structurer la croissance. Reconnaître ses limites et accepter de déléguer ou de céder la direction à un profil plus compétent constitue une étape essentielle pour la pérennité du projet. À défaut, l'éviction ou le départ forcé devient une issue possible.

Si la discipline imposée par les investisseurs en capital-risque renforce la solidité de l'entreprise, elle entraîne aussi une perte d'influence pour les fondateurs, progressivement dilués au capital et confrontés à des conseils d'administration élargis où les décisions stratégiques échappent parfois à leur contrôle. Dans certains cas, ces conseils prennent des décisions sans disposer d'une connaissance suffisante du marché ou de la réalité opérationnelle, ce qui peut générer une dilution de responsabilité et un certain désengagement collectif. Plusieurs fondateurs regrettent ainsi d'avoir cédé trop tôt le contrôle du conseil d'administration. L'intégration d'administrateurs indépendants au board peut cependant contribuer à rééquilibrer ces dynamiques, en jouant un rôle de médiation et en limitant les conflits d'intérêts entre fondateurs et investisseurs.

Enfin, les désalignements financiers et temporels sont quasi permanents entre fondateurs et investisseurs. Les VCs privés fonctionnent avec un horizon limité de sept à dix ans et recherchent un rendement élevé, souvent de l'ordre de 20 à 25 % par an. Leur logique est donc d'accélérer la croissance et de préparer une sortie rapide, que ce soit par revente ou introduction en bourse. Les fondateurs, au contraire, envisagent fréquemment leur entreprise comme une construction de long terme, parfois même portée par une mission sociétale. Ces deux visions radicalement différentes conditionnent la stratégie et sont à l'origine de nombreux désaccords. Toutefois, certains fonds publics ou semi-publics poursuivent également des objectifs complémentaires, tels que la création d'emplois ou la stimulation de l'entrepreneuriat local, ce qui peut atténuer en partie ces désalignements.

En définitive, l'évolution du rôle du fondateur se résume à une nécessité d'adaptation permanente. Pour conserver une influence durable, il doit accepter le partage du pouvoir, apprendre à convaincre plutôt qu'à imposer, et reconnaître quand il n'est plus la meilleure personne pour diriger. Ceux qui parviennent à transformer leur leadership et à s'entourer de profils complémentaires continuent à jouer un rôle central, malgré la dilution progressive de leur contrôle formel.

6) Conclusion

L'analyse croisée de la littérature et des résultats d'entretiens met en évidence que l'entrée d'investisseurs en capital-risque constitue un tournant majeur dans la vie d'une start-up, redéfinissant à la fois ses équilibres contractuels, sa gouvernance et le rôle de son fondateur. La relation entre fondateurs et investisseurs s'articule autour d'un rapport de force initialement asymétrique, où la capacité de négociation dépend avant tout de l'expérience du dirigeant, de la solidité du projet et de la qualité de l'accompagnement juridique. Le pacte d'actionnaires, véritable « cœur juridique » de cette relation, cristallise cette dynamique : bien négocié, il protège et favorise la confiance, mal rédigé, il fragilise durablement l'équilibre.

Au-delà des clauses, l'arrivée des fonds entraîne une professionnalisation rapide de la gouvernance et du management : mise en place d'un conseil d'administration structuré, formalisation des processus de décision et exigences accrues en termes de reporting et de performance. Ce cadre rigoureux, perçu comme contraignant par certains fondateurs, apporte

néanmoins une discipline et un challenge utile à la réflexion stratégique, tout en sécurisant les capitaux engagés.

Dans ce contexte, le rôle du fondateur évolue d'un profil opérationnel et visionnaire vers une fonction plus stratégique et fédératrice. Cette transition, parfois source de désalignements avec les investisseurs, exige de la part du fondateur une grande capacité d'adaptation : accepter le partage du pouvoir, déléguer à des profils complémentaires et apprendre à convaincre plutôt qu'à imposer. Enfin, l'étude montre que la meilleure protection du fondateur pour garder contrôle sur sa la gestion de son entreprise repose principalement sur un ensemble de leviers combinant rapport de force économique, qualité du pacte, gouvernance équilibrée et leadership d'influence.

V.- RECOMMANDATIONS

Avant de clore ce travail, il nous paraît essentiel de formuler une série de recommandations pratiques. Celles-ci s'adressent, d'une part, aux fondateurs de start-ups qui envisagent de lever des fonds, et, d'autre part, au législateur belge, dont l'action peut contribuer à renforcer la protection des entrepreneurs et à améliorer l'équilibre des relations entre fondateurs et investisseurs.

A.- RECOMMANDATIONS AUX FONDATEURS DE START-UPS

La première recommandation à adresser aux fondateurs est de préparer soigneusement leur entreprise avant toute levée de fonds. Il est essentiel de bâtir un modèle économique solide, reposant sur une adéquation démontrée entre le produit et son marché ainsi qu'une traction réelle auprès de clients récurrents. Lever des capitaux sans disposer d'une telle assise commerciale constitue un risque considérable. De la même manière, il importe d'évaluer avec précision les besoins en financement, immédiats et futurs, afin de cibler le type d'investisseur approprié. Une sous-estimation pourrait conduire à choisir un fonds incapable de soutenir les étapes suivantes de la croissance. Enfin, les fondateurs doivent réaliser leur propre due diligence sur les investisseurs pressentis : au-delà des aspects financiers, il s'agit de s'assurer d'un alignement culturel et stratégique, en tenant compte de la personnalité du fonds, de son réseau, de sa capacité d'accompagnement opérationnel et de ses valeurs. Dans certains cas, refuser un investissement peut s'avérer préférable à une collaboration risquée.

Une attention particulière doit ensuite être portée au pacte d'actionnaires, véritable pierre angulaire de la relation entre fondateurs et investisseurs. Ce document définit les règles de gouvernance, la circulation des titres et les modalités de sortie, et doit être traité avec la plus grande rigueur. Il est fortement recommandé de recourir à des conseillers spécialisés et de ne pas hésiter à engager des honoraires pour obtenir une rédaction professionnelle. Un pacte mal rédigé peut paraître suffisant tant que les relations demeurent harmonieuses, mais se révéler extrêmement préjudiciable en cas de conflit. La négociation attentive des clauses clés, telles que la liquidation préférentielle, les clauses de leaver ou les clauses anti-dilution, est souvent plus déterminante que la valorisation de l'entreprise elle-même. Les fondateurs doivent également anticiper les tours ultérieurs, se méfier des stipulations trop contraignantes et veiller à ce que chaque avantage consenti à l'investisseur soit contrebalancé. Enfin, il convient de maintenir le droit belge comme cadre applicable, afin de garantir la sécurité juridique et l'exécution du pacte.

L'évolution de la gouvernance et du rôle du fondateur constitue un autre enjeu majeur. L'arrivée d'un fonds entraîne presque inévitablement une formalisation de la gouvernance : conseil d'administration structuré, reporting régulier, procédures de validation collective et coûts additionnels pour l'entreprise. Dès la première levée, il est conseillé aux fondateurs de préserver certaines libertés essentielles, notamment en matière de gouvernance, de

financement et de recrutement, afin de conserver une marge de manœuvre stratégique. Par ailleurs, le fondateur doit accepter l'évolution de son rôle : progressivement moins opérationnel et davantage orienté vers la vision et la stratégie. Cela suppose de passer d'un modèle de décision unilatérale à une capacité de conviction vis-à-vis du conseil d'administration, d'être lucide sur ses propres compétences et de déléguer le cas échéant. L'intégration d'administrateurs indépendants constitue une bonne pratique, car leur regard objectif contribue à renforcer la crédibilité de la gouvernance et à limiter les conflits d'intérêts.

Enfin, il est fondamental de comprendre la logique des investisseurs. Les fonds de capital-risque fonctionnent dans une perspective de rendement élevé et sur un horizon de sortie limité, généralement de sept à dix ans. Les fondateurs doivent intégrer cette temporalité dans leurs choix stratégiques et privilégier, face aux désaccords, le dialogue et la négociation plutôt qu'un recours judiciaire, souvent coûteux et peu opportun. Une connaissance approfondie des mécanismes contractuels et juridiques, tels que les classes d'actions, les clauses de liquidation préférentielle, les dispositions relatives aux « *leavers* » ou encore les règles de propriété intellectuelle, est indispensable. Le droit belge, globalement équilibré, fournit un cadre protecteur, mais il ne dispense pas de sécuriser la relation par un pacte d'actionnaires précis et complet.

B.- RECOMMANDATIONS POUR LE LÉGISLATEUR BELGE

S'agissant du rôle du législateur, il semble difficile d'imaginer la mise en place d'un cadre juridique spécifique au fondateur de start-up. En effet, plusieurs acteurs interrogés estiment que le droit belge, et en particulier le Code des sociétés et des associations, offre déjà un socle équilibré et protecteur. Comparé à d'autres systèmes de droit plus jurisprudentiels, tels que les droits anglo-saxons, le CSA garantit une meilleure lisibilité et sécurité juridique. Dans cette perspective, la véritable protection du fondateur réside moins dans une intervention légale supplémentaire que dans la capacité de négocier un pacte d'actionnaires solide, demeurant soumis au droit belge afin d'en assurer l'efficacité.

Toutefois, certaines pistes d'évolution sont évoquées afin de mieux encadrer des pratiques susceptibles de fragiliser les fondateurs. La première concerne les clauses dites de *leaver*. Plusieurs témoignages mettent en garde contre des dérives, comme l'assimilation d'un burn-out à une faute grave justifiant la perte totale des titres d'un fondateur qualifié de *bad leaver*. Un tel traitement méconnaît la dignité et les droits fondamentaux de la personne. Il pourrait être opportun que le législateur précise un cadre minimal de protection afin d'éviter ces excès et d'assurer un équilibre entre la nécessaire sanction des comportements fautifs et le respect des droits humains des fondateurs.

Un deuxième point crucial porte sur la fiscalité des instruments d'intéressement, tels que les warrants et stock-options. Le régime actuel, qui prévoit une taxation à l'attribution plutôt qu'à l'exercice ou à la sortie, est largement perçu comme un frein majeur à l'attractivité des start-ups belges. Ce système réduit leur capacité à recruter et fidéliser des talents de haut niveau,

contrairement à des pays voisins comme la France. Une réforme en ce sens renforcerait considérablement la compétitivité de l'écosystème entrepreneurial belge.

Enfin, plusieurs investisseurs soulignent le manque d'harmonisation des règles de capital-risque en Europe. Chaque État membre continue de fonctionner selon ses propres spécificités légales et fiscales, ce qui limite les financements transfrontaliers. Bien que cette problématique dépasse le seul cadre belge, elle plaide pour une action concertée au niveau européen visant à créer un marché plus fluide et plus intégré du capital-risque.

VI.- CONCLUSION

En conclusion, la protection des fondateurs de start-ups financées par du capital-risque demeure fragile et largement dépendante des rapports de force contractuels. D'une part, le droit belge, en consacrant une grande liberté statutaire, offre des outils mais peu de garde-fous explicites : la véritable protection repose donc sur la négociation du pacte d'actionnaires et sur la capacité du fondateur à anticiper les déséquilibres. D'autre part, la gouvernance et le management se transforment profondément avec l'arrivée des fonds : professionnalisation, discipline accrue et perte d'autonomie marquent une rupture qui oblige le fondateur à repenser son rôle.

Il faut toutefois comprendre également la logique des fonds de capital-risque : en injectant des sommes considérables et indispensables au développement des entreprises, ils cherchent légitimement à sécuriser leurs investissements. Leur modèle repose sur des rendements élevés dans un horizon limité, et ils doivent eux-mêmes rendre des comptes à leurs propres investisseurs. Cette exigence explique en partie la sévérité de certaines clauses et la pression exercée sur les fondateurs.

Ces constats révèlent une tension structurelle : le capital-risque, indispensable à la croissance, impose une contrepartie lourde en termes de contrôle et de pouvoir. La meilleure protection du fondateur ne réside dès lors ni exclusivement dans le droit ni dans la pratique contractuelle, mais dans une combinaison d'outils juridiques, de leviers de gouvernance et d'un leadership adapté.

Enfin, ce travail ouvre la voie à plusieurs pistes de réflexion pour des recherches futures :

- Dans quelle mesure le degré de protection obtenu par les fondateurs et le degré de contrôle exercé par les investisseurs influencent-ils la performance et la croissance des start-ups financées par capital-risque ?
- Quels enseignements tirer des pratiques internationales afin d'inspirer une éventuelle évolution du droit belge en matière de capital-risque ?
- Quelles différences de pratiques observe-t-on entre fonds publics, semi-publics et privés, et comment ces modalités d'intervention influencent-elles la performance et la trajectoire de croissance des start-ups financées ?

VII.- BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages

- BOSSARD P., AYDOGDU R. & BORN M., *MAM : manuel de l'actionnaire minoritaire des sociétés non cotées*, Limal, Anthémis, 2024.
- CAPRASSE O. (dir.), *Les joint ventures : questions choisies de droit belge et international*, Bruxelles, Larcier, 2017.
- CAPRASSE O. & AYDOGDU R., *Contrôle et pactes d'associés*, Bruxelles, Larcier, 2009.
- CHOURAKI M. L., *Guide de la jeune entreprise innovante*, 2e éd., Paris, Dunod, 2017.
- COIBION A. & NELISSEN GRADE J.-M., *Les conventions d'actionnaires en pratique : contraintes juridiques, typologie et application aux opérations de private equity*, Bruxelles, Larcier, 2010.
- CULOT H. (dir.), *Litiges en droit des sociétés*, 1re éd., Bruxelles, Larcier-Intersentia, 2023.
- DESSERS D., *Innovate. Collaborate. Grow! Strategies and Best Practices for Corporate Partnering*, Bruges, die Keure, 2020.
- DRUCKER P., *Innovation and Entrepreneurship: Practice and Principles*, New York, Harper & Row, 1985.
- GUILHON B., *Le capital-risque et le financement de l'innovation*, Londres, ISTE Éditions, 2019.
- GROVE A. S., *High-Output Management*, New York, Random House, 1985.
- KIM W. C. & MAUBORGNE R., *Beyond Disruption: Innovate and Achieve Growth without Displacing Industries, Companies, or Jobs*, Boston, Harvard Business Review Press, 2023.
- KIM W. C. & MAUBORGNE R., *Blue Ocean Strategy: How to Create Uncontested Market Space and Make the Competition Irrelevant*, Boston, Harvard Business School Publishing Corporation, 2015.
- KOTTER, J., *Conduire le changement : feuille de route en 8 étapes*, Paris, Pearson, 2015.
- LECOCQ P., *Manuel de droit des biens. 1*, Bruxelles, Larcier, 2012.
- MALHERBE J., DE CORDT Y., LAMBRECHT P. & MALHERBE P., *Droit des sociétés*, 5e éd., Bruxelles, Larcier, 2020.
- MALHERBE J., DE CORDT Y., LAMBRECHT P. & MALHERBE P., *Droit des sociétés – Précis*, 3e éd., Bruxelles, Larcier.
- MALLABY S., *The Power Law: Venture Capital and the Making of the New Future*, New York, Penguin Press, 2022.
- MATTON C. & TERFVE J., *Convention d'actionnaires dans les SA et SRL*, Limal, Anthémis, 2025.

MEIER O. (dir.), *Stratégies de croissance : Fusions-acquisitions. Alliances stratégiques. Développement interne*, Paris, Dunod, 2009.

MINTZBERG, H., AHLSTRAND, B. et LAMPEL, J., *Strategy Safari: A Guided Tour through the Wilds of Strategic Management*, New York, The Free Press, 1998.

LATANÉ, B. et DARLEY, J. M., *The Unresponsive Bystander: Why Doesn't He Help?*, New York, Appleton-Century-Crofts, 1970.

RAMSINGHANI M., *The Business of Venture Capital: The Art of Raising a Fund, Structuring Investments, Portfolio Management, and Exits*, 3e éd., Hoboken (N.J.), John Wiley & Sons, 2021.

WERY P., *Droit des obligations. Vol. 1 – Théorie générale du contrat*, Bruxelles, Larcier, 2021.

Articles de revues

Articles de revues

AYDOGDU, R., « *Les pactes d'actionnaires pour organiser l'exercice du pouvoir* », in *Les pactes d'actionnaires*, Séminaire Vanham & Vanham, mars 2016.

AYERBE, C. et BERNASCONI, M., « *Création et croissance des jeunes entreprises innovantes* », in Meier, O. (dir.), *Stratégies de croissance : Fusions-acquisitions. Alliances stratégiques. Développement interne*, Paris, Dunod, 2009

BOSSARD, P., « *Les pactes d'actionnaires – Relatifs à l'exercice du pouvoir* », *Revue Pratique des Sociétés – Tijdschrift voor Rechtspersonen en Vennootschappen (R.P.S. – T.R.V.)*, n° 8, 2021.

BRESCHI S., LASSÉBIE J. & MENON C., « *A portrait of innovative start-ups across countries* », *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, 2018/02, 2018.

BROUGHMAN B. J., « *The Role of Independent Directors in Startup Firms* », *Utah Law Review*, 2010/3, art. 1.

CHERIF, M., « *Asymétrie d'information et financement des PME innovantes par le capital-risque* », *Revue économique et financière*, n° 54, 1999

COIBION, A., « *V - Exemple d'application : les opérations de management buy-out* », in *Les conventions d'actionnaires en pratique*, 1re éd., Bruxelles, Larcier, 2010.

DE CLERCQ D., FRANKORT H. & LAMBRECHTS D., « *An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy* », *Academy of Management Perspectives*, août 2006.

DELCORDE, J.-A., « *Les clauses et les litiges relatifs au départ de l'actionnaire minoritaire et du gestionnaire* », in CULOT, H., (dir.), *Litiges en droit des sociétés*, 1re éd., Bruxelles, Larcier-Intersentia, 2023.

DIEUX X. & VANDERSTAPPEN N., « *2. – "Start Up" – Aspects relevant du droit des sociétés* », in CAPRASSE O. (dir.), *Les joint ventures...*, Bruxelles, Larcier, 2017.

ERALY, A. et GÖRANSSON, M., « *Gouvernance* », *La Revue Nouvelle*, vol. 5, n° 5, 2020.

- EWENS, M., GORBENKO, A. et KORTEWEG, A., « *Venture Capital Contracts* », *Journal of Financial Economics*, vol. 143, n° 1, 2022.
- FORIERS, P.-A., « *Observations sur le thème de l'abus de droit en matière contractuelle* », note sous Cass., 30 janvier 1992, *R.C.J.B.*, 1994
- FORIERS, P.A., « La SRL et les conventions d'actionnaires comme outils de transmission patrimoniale – L'apport du Code des sociétés et des associations », in *L'influence du nouveau Code des sociétés et des associations sur la transmission des sociétés familiales*, Limal, Anthémis, 2019,
- FYON, M., et GERMAIN, J.-F., « 6. - Les mécanismes statutaires ou contractuels de règlement de l'urgence entre associés » in GERMAIN J.-F., (dir.), *L'entreprise face à l'urgence*, 1e édition, Bruxelles, Larcier, 2018.
- GLÜCKSMAN, S., « *Entrepreneurial Experiences from Venture Capital Funding: Exploring Two-Sided Information Asymmetry* », *Venture Capital*, vol. 22, n° 4, 2020.
- GOMPERS, P. et LERNER, J., « *What Drives Venture Capital Fundraising?* », *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 1998.
- GOMPERS, P. et LERNER, J., « *The Venture Capital Revolution* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, n° 2, 2001.
- GORDON J. M. & OROZCO D., « Trust and Control: The Value Effect of Venture Capital Term Sheet Provisions as Risk Allocation Tools », *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, 2015, vol. 4.
- HAFIED F., « Capital-risque et financement de l'innovation... », Bruxelles, De Boeck Supérieur, 2019, p. 17.
- HALLEMEESCH, N., « *Hoofdstuk IV - Uitwerking tegenover derden* », in *Aandeelhoudersovereenkomsten*, Bruxelles, Intersentia, 2019.
- HELLMANN, T. et PURI, M., « *Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence* », *The Journal of Finance*, vol. 57, n° 1, 2002.
- HERMANT P. & BERCKMANS C., « Les conventions d'actionnaires – principes généraux », in *Les conventions d'actionnaires, pratiques actuelles – contraintes juridiques*, Séminaire Vanham & Vanham, 30 mai 2013.
- JAFFERALI, R., « 9. - *La durée du contrat* », in DERVAL. Th., et al. (dir.), *La réforme du droit des obligations*, 1re éd., Bruxelles, Larcier, 2023.
- JORENS F. & COPPENS R., « Anti-dilutiebescherming in venture capital : zin en onzin », *R.P.S. – T.R.V.*, 2018/3.
- KAPLAN S. & STRÖMBERG P., « *Financial Contracting Theory Meets the Real World* », *Review of Economic Studies*, 2003, vol. 70, n° 2.
- LEONARDI, P. M., « *Innovation Blindness: Culture, Frames, and Cross-Boundary Problem Construction in the Development of New Technology Concepts* », *Organization Science*, vol. 22, n° 2, 2011

- MAHIEU, P.-O., « *Les pactes d'actionnaires dans le cadre des opérations de private equity* », *Séminaire Vanham & Vanham*.
- MALHERBE, J., DE CORDT, Y., LAMBRECHT, P., MALHERBE, P. et CULOT, H., « Chapitre 3 – Les titres et leur transfert », in *Droit des sociétés*, 5e édition, Bruxelles, Larcier, 2020.
- MAYER C., « Venture Capital and the Corporate Governance Life Cycle », in *The Life Cycle of Corporate Governance*, Cheltenham, Edward Elgar, 2005.
- MCGRATH, R. G. et MACMILLAN, I. C., « *Discovery-Driven Planning* », *Harvard Business Review*, 1995.
- NAKARA W. & MEZZOURH S., « Entrepreneuriat et gouvernance des jeunes entreprises innovantes », *Entreprendre et Innover*, 2011/1 (n° 9-10).
- NANDA, R., SAMILA, S. et SORENSON, O., « *The Persistent Effect of Initial Success: Evidence from Venture Capital* », *Journal of Financial Economics*, vol. 137, n° 1, 2020.
- NECKEBROUCK J. & SCHULZE W. S., « Corporate governance and venture capital in startups », *Journal of Business Venturing*, 2025, vol. 40, issue 4.
- PARK H. D. & TZABBAR D., « Venture capital, CEOs' sources of power, and innovation novelty at different life stages of a new venture », *Organization Science*, 2016, vol. 27, n° 2.
- PARY, N. et WITMEUR, O., « *Quel financement pour les jeunes entreprises technologiques bruxelloises* », *Brussels Studies*, 2019.
- POTTIER, É., « *Le nouveau droit des sociétés en pratique* », Limal, Anthemis, 2021.
- POTTIER P. & TU L.-Y., « 1. – Rapport introductif », in *Les joint ventures* (ouvrage collectif).
- POTTIER, É., « Restrictions à la cessibilité des titres et organisation de la gouvernance au sein de la société anonyme par le biais d'une convention d'actionnaires ou de clauses statutaires : analyse juridique et réflexions pratiques », in *le nouveau droit des sociétés en pratique. Question choisie*, Limal, Anthémis, 2021.
- POTTIER, E., « *Les pactes d'actionnaires relatifs aux conditions de cession des titres* », in *Les pactes d'actionnaires*, Séminaire Vanham & Vanham, 1er mars 2018.
- POTTIER, E., « *Les abus de majorité, de minorité ou d'égalité* », in *Les conflits entre actionnaires – Prévention de blocages et abus – Règlement des conflits*, Séminaire Vanham & Vanham, 23 mars 2017.
- REDIS J., « Contribution à la connaissance de l'accompagnement à la levée de fonds destiné aux jeunes entreprises de croissance : le cas de la France », *Revue de l'entrepreneuriat*, 2006, vol. 5, n° 1.
- RONSE, J., « *Nietigheid van besluiten van organen van de naamloze vennootschap, Preadvies* », in *Jaarboek van de Vereniging voor de vergelijkende studie van het recht van België en Nederland 1965–1966*, Tjeenk-Willink, 1966.
- RIGO C., « Le financement des entreprises par capital-risque », *NBB Working Paper*, n° 13, Banque nationale de Belgique, fév. 2001.

- SIMONART V. & TILQUIN T., « Le “ratchet” », in *Mélanges John Kirkpatrick*, Bruxelles, Bruylant, 2004.
- SMEETS J.-P., « Point sur les clauses d’earn-out en droit belge », *R.D.C.-T.B.H.*, 2016/5.
- TILLEMANN, B. et VAN SOLINGE, G., « *De uittreding en uitsluiting* », *T.P.R.*, 2000.
- VANDEN BERGHE, O. et VANSEVENANT, J., « *Actualiteit: Hof van Cassatie, 13/01/2022, C.21.0357.N* », *R.D.C. – T.B.H.*, 2022/1.
- VAN HOOGHTEN, P. et VAN DEN BOSSCHE, J., « *Aandeelhoudersovereenkomsten na de wet van 23 maart 2019 tot invoering van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen* », *D.A./O.R.*, 2020/4.
- VOS T. & VOS R., « Uitgifte van aandelen in geval van aandelensoorten : problemen voor private equity en venture capital », *R.P.S. – T.R.V.*, 2024/3.
- WASSERMAN N., « The founder’s dilemma », *Harvard Business Review*, 2008, vol. 86, n° 2.
- WILLERMAIN, D., « *Les pactes d’actionnaires : principes fondamentaux – Clauses relatives à l’exercice du pouvoir* », *D.A.O.R.*, 1999.
- WILLERMAIN D., « La société à responsabilité limitée : au-delà de la suppression du capital », *R.D.C.-T.B.H.*, 2018/9.
- WILLERMAIN, D., « *La société à responsabilité limitée : au-delà de la suppression du capital* », in *Le Code des sociétés et des associations : (r)évolution ?*, Bruxelles, Larcier, 2019.

Sources internet

- AVOCADHOC, « La loi sur l’abus de dépendance économique, les clauses abusives et les pratiques de marchés déloyales entre entreprises », 13 septembre 2021, en ligne : <https://avocadhoc.be/abus-de-dependance-economique-clauses-abusives-pratiques-de-marches-deloyales-entreprises.html> (Consulté le 10 juillet 2025).
- BRESCHI, S., LASSÉBIE, J. et MENON, C., « A Portrait of Innovative Start-Ups Across Countries », OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2018/02, OECD Publishing, 2018, DOI : <https://doi.org/10.1787/f9ff02f4-en> (Consulté le 11 mars 2025).
- DOWD, K., « Startup shutdowns continued to accelerate in Q1 2024 », Carta, 16 juillet 2024, en ligne : <https://carta.com/data/startup-shutdowns-q1-2024/> (Consulté le 5 mars 2025).
- FLECHER, M., « Création de startup et rapport au salariat : qui sont les “nouveaux entrepreneurs” ? », Connaissance de l’emploi, HAL, 2023, en ligne : <https://hal.science/hal-04125775> (Consulté le 11 mars 2025).
- GORDON, J. M. et OROZOCO, D., MBELR, University of Michigan Law School, en ligne : <https://repository.law.umich.edu/mbelr/vol4/iss2/2> (Consulté le 14 juillet 2025).
- HSU, D. H., « What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation? », The Journal of Finance (New York), vol. 59, n° 4, 2004, disponible sur : <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00680.x> (Consulté le 11 juillet 2025).

KRIUCHKOVA, N., TRUBA, V. et NYENNO, I., Working Papers of Department of Management, Strategy and Innovation, KU Leuven – FEB MSI, n° 756676, 2025.

LAMBRECHTS, M. et OROZOCO, D., « Trust and Control: The Value Effect of Venture Capital Term Sheet Provisions as Risk Allocation Tools », Michigan Business & Entrepreneurial Law Review, vol. 4, 2015, p. 211–234, disponible sur : <https://repository.law.umich.edu/mbelr/vol4/iss2/2> (Consulté le 14 juillet 2025).

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (NVCA), « Letter to the SEC re: VC Definition Modernization », 29 novembre 2018, en ligne : <https://nvca.org/document/nvca-letter-to-sec-re-vc-definition-modernization-11292018-2/> (Consulté le 11 mars 2025).

ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE (OCDE), « Venture Capital Investments (Market Statistics) », Data Explorer, en ligne : <https://dataexplorer.oecd.org/...> (Consulté le 5 mars 2025).

ORMSBY, D., « Understanding Share Classes in Venture Capital », DWF, mars 2025, en ligne : <https://dwfgroup.com/.../understanding-share-classes-in-venture-capital> (Consulté le 16 mai 2025).

PRICE WATERHOUSE COOPERS (PwC) BELGIUM et PRIVATE CAPITAL BELGIUM, Venture Capital in Belgium – Market Study 2024, avril 2025, en ligne : <https://www.pwc.be/en/news-publications/2025/vc-market-study.html> (Consulté le 5 mars 2025).

REDIS, J., Revue de l'entrepreneuriat, 2006, DOI : <https://doi.org/10.3917/entre.051.0073> (Consulté le 14 juillet 2025).

RYAN, C., « Understanding the Basics of Cap Table Math for Start-Ups », Business Law Today, American Bar Association, 14 février 2024, en ligne : <https://www.americanbar.org/...> (Consulté le 16 août 2025).

SOCIETE NOTARIALE – FEDNOT , « Entrepreneuriat : le nombre de nouvelles entreprises est en hausse... », notaire.be, 22 mai 2024, en ligne : <https://www.notaire.be/nouveautes/detail/entrepreneuriat-le-nombre-de-nouvelles-entreprises-est-en-hausse-les-trois-quarts-des-entrepreneurs-ont-modifie-leurs-statuts> (Consulté le 6 mars 2025).

VIII.-ANNEXES

A.- ANNEXE 1 : PROTOCOLE D'ENTRETIENS

Les entretiens qui suivent ont été réalisés dans le cadre de ce mémoire de fin d'études portant sur la protection des fondateurs de start-ups ayant reçu des investissements en capital-risque en Belgique. Ils ont été menés sous la forme d'entretiens semi-directifs d'une durée moyenne de trente à quarante minutes, ce qui permettait à la fois de suivre un canevas de questions prédéterminées, et de laisser aux participants la liberté de développer leurs idées et d'apporter des exemples concrets issus de leur expérience tout en adaptant ces questions en fonction du déroulement de l'entretien.

Chaque entretien a été introduit de manière identique. Je me suis d'abord présenté en tant que Charly Goessens, étudiant en deuxième année de Master en droit et en gestion à l'Université de Liège, en expliquant l'objet de mon travail et les finalités de la recherche. J'ai précisé qu'il s'agissait d'un entretien semi-directif et j'ai demandé l'autorisation d'enregistrer la conversation afin de pouvoir ensuite en établir une transcription fidèle, tout en rappelant que les propos pouvaient être anonymisés à la demande de l'intervenant. En conclusion, j'ai remercié les participants pour le temps qu'ils m'avaient consacré ainsi que pour la richesse de leurs apports, en leur indiquant que je leur transmettrais la transcription ainsi qu'un exemplaire de mon travail une fois celui-ci achevé.

Afin d'éviter des répétitions inutiles et de ne pas alourdir la lecture, la reproduction systématique de cette introduction et de cette conclusion n'a pas été reprise dans les annexes suivantes, celles-ci présentant uniquement le contenu substantiel des entretiens.

B.- ANNEXE 2 : INTERVIEW DE MONSIEUR OLIVIER VAN RAEMDONCK, MANAGING PARTNER CHEZ CRESCO

1. Pouvez-vous vous présenter et expliquer brièvement votre expérience dans les relations entre fondateurs de start-ups et investisseurs en capital-risque ?

Je suis Olivier Van Raemdonck, Managing Partner chez CRESCO, un cabinet d'avocats spécialisé dans le domaine des entrepreneurs et investisseurs actifs dans la scène technologique et innovante. J'assiste quotidiennement des entrepreneurs et investisseurs qui font des investissements dans des start-ups et scale-ups innovantes. Je les assiste dans la rédaction de pactes d'actionnaires et de contrats d'investissement pour les aider à faire évoluer leur business model.

2. Lors des premiers tours (seed ou série A), comment percevez-vous le pouvoir de négociation réel du fondateur face à un fonds de capital-risque ?

Tout dépend du profil du fondateur et de sa maturité entrepreneuriale. S'il s'agit de sa première aventure, sa marge de négociation est généralement très limitée. En revanche, un fondateur qui a déjà monté une start-up et réalisé un exit bénéficie d'un tout autre poids dans la discussion. Du point de vue de l'investisseur, un tel profil réduit considérablement le risque, ce qui améliore mécaniquement la position du fondateur dans les négociations.

L'investisseur, en investissant dans la première start-up lancée par un fondateur, prend un risque complet. Bien sûr, il regarde le business plan et le projet, mais en réalité, il investit surtout dans la qualité et la maturité du fondateur de la start-up qui lève les fonds.

Du point de vue du fondateur, il faut garder à l'esprit que même s'il dispose d'un certain pouvoir de négociation, celui-ci reste restreint. Il n'a ni les ressources ni le capital nécessaires pour avancer seul, et a donc besoin de l'investisseur pour passer à l'étape suivante. Sa dépendance financière limite forcément sa capacité à imposer ses conditions.

3. Quels sont les principaux risques, juridiques ou économiques, pour un fondateur après une première levée ou la signature du pacte d'actionnaires ?

Le risque principal, c'est que beaucoup de fondateurs ne pensent qu'au tour de financement en cours, sans anticiper les tours futurs. Ils acceptent alors, parfois trop vite, des clauses désavantageuses, comme des mécanismes de relution, de dilution, de distribution de dividendes ou de cash à l'exit, qui ne sont pas favorables en son chef, alors qu'il pourrait uniquement devoir faire le sacrifice dans des tours futurs.

Par exemple, tout ce qui touche à la protection anti-dilutive. Si le fondateur accepte dès le premier tour que l'investisseur conserve son pourcentage de parts dans les futurs tours, cela crée une attente : chaque nouvel investisseur exigera le même droit. Cela peut avoir un effet boule de neige très pénalisant pour le fondateur. Ce type d'erreur survient surtout lorsque le fondateur n'est pas bien accompagné dès le départ par un conseiller spécialisé. Une mauvaise anticipation ou un mauvais encadrement juridique peut avoir des conséquences lourdes sur les levées suivantes.

4. Quels sont les déséquilibres contractuels les plus fréquents lors de la rédaction d'un pacte ?

Il est difficile de parler de véritables "déséquilibres" au sens strict, mais on peut plutôt identifier des points de vigilance importants, qui sont systématiquement au cœur des négociations.

Parmi les plus fréquents : 1. La dilution : tant pour les fondateurs que pour les investisseurs, la répartition du capital à venir est un sujet critique. 2. La distribution : les clauses liées à la distribution de dividendes ou au cash à l'exit (notamment la distinction entre liquidation préférentielle participative ou non participative) sont aussi des points de friction fréquents. 3. La rétention des fondateurs : les investisseurs cherchent à sécuriser la présence du ou des fondateurs au sein de la société. Cela passe par des clauses de "bad leaver/good leaver", dont la définition est souvent un sujet de négociation. 4. La gouvernance : quelle sera encore l'autonomie du fondateur au sein du board, etc.

5. Quelles sont les évolutions en matière de gouvernance les plus visibles à l'entrée d'un fonds de capital-risque au capital ?

Dès qu'un investisseur entre au capital, il est crucial pour les fondateurs de bien négocier trois libertés : 1. La liberté de gouvernance : conserver une autonomie dans la gouvernance, une marge de manœuvre suffisante dans les opérations de la société, malgré l'entrée d'un VC. 2. La liberté de financement ou de cession : pouvoir lever de nouveaux fonds ou vendre à des parties tierces. 3. La liberté de recrutement : rester en capacité d'engager l'équipe nécessaire pour mener à bien le business. Ce sont les trois libertés sur lesquelles on pousse fort lors de négociations.

6. Selon vous, le droit belge protège-t-il suffisamment le fondateur d'une start-up financée par du capital-risque ?

En soi, il n'y a pas vraiment de protection. On peut toujours se référer au droit des sociétés ou au Code civil, mais les relations entre un fondateur et ses investisseurs sont avant tout un jeu de négociation. Les fondateurs doivent, comme les investisseurs, s'entourer de conseillers compétents qui maîtrisent la matière. Donc le pacte d'actionnaires reste vraiment le cœur juridique de leurs relations. Tout repose sur la négociation. Il n'y a pas de loi qui protège les fondateurs de manière explicite.

7. Observez-vous un flou juridique autour de certaines clauses ?

Non, pas du tout. Les clauses sont assez claires et bien définies. Tout est réglé de manière contractuelle. Dans mon expérience, je n'ai jamais eu de difficulté à faire appliquer des clauses qui avaient été valablement négociées, à moins qu'elles soient nulles dès le départ mais je n'en ai jamais eu l'expérience.

8. Selon vous, le pacte d'actionnaires est une véritable réponse contractuelle aux limites du droit belge ?

Oui, tout à fait.

9. Est-ce que vous voyez une évolution récente dans la rédaction des pactes en Belgique, ou est-ce resté stable ces dernières années ?

Oui, il y a une évolution. Depuis environ deux ans, on observe que les pactes d'actionnaires deviennent de plus en plus favorables aux investisseurs. Alors qu'avant, on était davantage dans une logique « founder friendly », on est aujourd'hui clairement passés à une dynamique « investor friendly ». Cela se reflète aussi dans les valorisations : elles étaient auparavant très élevées, ce qui donnait aux fondateurs des conditions plus avantageuses. Avec le climat économique actuel, les investisseurs prennent moins de risques, ils deviennent plus « consommateurs » et plus prudents.

10. Selon vous, quelle est aujourd'hui la meilleure protection pour les fondateurs en Belgique ?

C'est sans doute la possibilité, en droit belge, de créer différentes classes d'actions. Typiquement, le fondateur détient des actions ordinaires, tandis que les investisseurs obtiennent des actions préférentielles. À chaque tour, on émet de nouvelles actions au sein de nouvelles classes d'actions, et pour en émettre, il faut une majorité de 75% au sein de chaque classe existante. Cela permet au fondateur, s'il détient la majorité dans sa classe, de bloquer une levée de fonds. C'est sa plus grande protection légale aujourd'hui.

11. Que pensez-vous des mécanismes tels que l'exclusion forcée ou le droit de retrait ?

Pour moi, c'est une bonne chose que les mécanismes comme l'exclusion forcée ou le droit de retrait existent en droit belge. Ils apportent une protection légale sur base du Code des sociétés, surtout si rien n'a été prévu dans le pacte d'actionnaires. Dans le pacte d'actionnaires, nous préférons les exclure. On règle généralement ces situations via des options d'achat ou des clauses de « good leaver/bad leaver ». Mais si rien n'a été prévu, ces mécanismes offrent une garantie de recours aux actionnaires, leur permettant de forcer un autre actionnaire à se retirer ou d'engager un retrait volontaire. Je vois ces outils comme un « ultimum remedium », une solution de dernier recours quand on ne parvient pas à trouver un accord amiable ou si on n'a pas de solutions sur base du pacte.

12. Quels sont les conflits les plus fréquents entre investisseurs et fondateurs ? Quelles clauses les déclenchent ?

En termes de conflits, ce sont d'ailleurs les clauses de retrait ou de type bad leaver/good leaver qui provoquent le plus souvent des litiges devant un tribunal.

13. Le pacte d'actionnaires est-il réellement exécutoire en justice ?

Oui, tout à fait.

14. Avez-vous déjà vu un fondateur gagner contre un fonds de capital-risque en justice, notamment en cas de déséquilibre contractuel ou de clause abusive ?

En pratique, les litiges entre fondateurs et investisseurs n'aboutissent presque jamais à un jugement final. Des procédures peuvent être entamées, mais elles se règlent quasiment toujours à l'amiable. Cela s'explique par la complexité et le coût élevé de telles procédures, qui nécessitent des avocats mais aussi des réviseurs d'entreprise.

15. Dans ce contexte, comment percevez-vous la protection offerte par le droit belge par rapport à celle offerte par des droits étrangers ?

Honnêtement, je pense que le fondateur est bien protégé en Belgique. Si je compare avec les États-Unis ou l'Angleterre, même si je ne suis pas expert de ces systèmes, j'ai l'impression qu'un fondateur sous droit belge est beaucoup mieux protégé. Mais ça n'a rien à voir avec le droit des sociétés belge : c'est surtout lié au fait que notre système juridique repose sur un code civil, alors que les États-Unis, par exemple, fonctionnent sur base de jurisprudence.

Du coup, en Belgique, il y a une base légale plus claire, ce qui offre une meilleure assise pour faire valoir ses droits.

16. Si vous aviez un conseil à donner à un fondateur qui fait sa première levée de fonds, et à l'inverse à un investisseur qui fait son premier investissement, que diriez-vous ?

Mon plus grand conseil à un fondateur, c'est de faire sa propre due diligence sur l'investisseur qui veut entrer dans la boîte. Peu importe qu'il mette 1, 2 ou 5 millions d'euros, il faut savoir qui c'est, quel est son réseau, et s'il peut réellement aider opérationnellement à lancer le business plan, pas juste injecter du cash. Parce que la plus grande frustration des fondateurs, c'est de tomber sur un investisseur qui est prêt à mettre du cash dans la société mais qui, le lendemain de l'investissement, n'a en réalité pas le réseau pour t'ouvrir les bonnes portes, ni pour t'introduire auprès de clients ou de partenaires business utiles.

17. Si vous pouviez recommander une évolution légale en Belgique dans ce domaine, laquelle serait prioritaire ? Faudrait-il modifier le droit belge pour mieux protéger les fondateurs ?

Franchement, non. Pour moi, cette question ne se pose même pas. Il n'y a pas vraiment besoin d'évolution légale. Le plus important, c'est que le pacte d'actionnaires reste soumis au droit belge, surtout quand l'investissement se fait dans une société belge. Ce n'est pas parce qu'un Américain fait un investissement dans une société belge qu'il peut raisonnablement imposer que le droit américain soit applicable, ce n'est pas correct, et ça complique inutilement les choses. En plus, ça risquerait de rendre le pacte difficilement exécutable s'il est soumis à un droit étranger alors que l'investissement est fait dans une société belge avec émission d'actions belges devant un notaire belge.

C.- ANNEXE 3 : INTERVIEW DE THIBAUT VANDERHOFSTADT, INNOVATION FOUNDER ET CO-FONDATEUR DE SORTLIST

1. Pouvez-vous vous présenter brièvement, ainsi que votre startup et votre parcours de fondateur ?

Je m'appelle Thibaut Vanderhofstadt, j'ai cofondé Sortlist il y a 11 ans avec trois autres associés. Nous mettons en relation des entreprises qui ont un besoin spécifique avec des prestataires de services professionnels, que ce soit en marketing, IT, web, de manière générale, via une plateforme qui fonctionne comme un appel d'offres privé. Cela permet de comparer plusieurs partenaires et d'optimiser le rapport qualité-prix.

On a connu toutes les formes de financement possibles en Belgique. On a commencé par du bootstrap avec des clients, ensuite du 3F (Friends, Fools and Family), puis avec des petits fonds Venture, Seed fund et Seed round en combo. Par la suite, on a eu des subsides, des avances récupérables, de la dette, on a racheté des boîtes. Nos augmentations de capital combinaient de la dette et de l'equity avec des fonds privés et publics. Nos derniers investisseurs sont un fonds growth et un fonds public wallon, Wallonie Entreprendre, ainsi que des family offices. Nous avons donc un panel d'investisseurs très varié.

2. Vous êtes-vous déjà retrouvé en situation de minorité ou de perte d'influence suite à une levée ?

Oui. On a levé quasiment 20 millions d'euros via de la dette et de l'equity. De facto, à un moment donné, on a perdu la majorité, surtout qu'on était quatre fondateurs. Cela dit, on a toujours fait en sorte d'avoir un actionariat dispersé, on a une cap table où il y a un spread assez élevé entre chaque actionnaire. Il n'y a pas vraiment d'actionnaire qui peut bloquer la situation. Donc il y a une sorte de dilution de responsabilité.

On a évité qu'un seul investisseur puisse contrôler la boîte. Il n'y a donc pas de fonds avec 50 % des parts ou plus qui puisse décider de notre vie ou de notre mort. C'est cette dispersion qui nous a, d'une certaine manière, protégés. On a toujours des leviers pour pouvoir activer des financements via pas mal d'actionnaires différents, d'investisseurs différents.

3. Avez-vous eu le sentiment d'être protégé juridiquement ou contractuellement en tant que fondateur ?

Oui, mais je dirais que cette protection ne vient pas vraiment du droit belge en tant que tel. Elle vient plutôt du fait qu'on a toujours travaillé avec nos avocats pour bien structurer chaque levée de fonds. C'est nous qui coordonnons les augmentations de capital, donc on a veillé à protéger les anciens actionnaires à chaque tour.

Mais plus fondamentalement, ce n'est pas le droit qui protège : c'est la négociation et la situation de la boîte. Si un fondateur est en situation de faiblesse, au bout du rouleau, il accepte n'importe quelles conditions. Par contre, s'il est en position de force, parce que sa boîte performe, il peut imposer ses propres termes. Le business fait tout.

Le droit belge ne me semble pas avoir été pensé pour protéger spécifiquement les fondateurs ou les innovateurs. Ce qui prime dans ces situations, ce sont les rapports de force : les

investisseurs cherchent des rendements élevés, souvent autour de 25 % annuels, qu'ils ne trouvent pas ailleurs. Pour cela, ils prennent des risques. Et s'ils croient dans le potentiel d'une boîte, ils sont parfois prêts à concéder des protections aux fondateurs.

Cela dit, à partir d'un certain niveau de levée, les investisseurs commencent à imposer des clauses standards du marché : liquidation préférentielle, des ratchets, des mécanismes financiers plus complexes, etc. À ce moment-là, ce sont eux qui sont les mieux protégés dans l'histoire. Donc ce qui est crucial pour un fondateur, c'est de créer un marché compétitif suffisamment important pour choisir ses actionnaires, pas juste pour avoir plus d'argent, mais pour pouvoir choisir ceux qui offriront le deal le plus juste et le plus sain pour les parties.

4. Le pacte d'actionnaires a-t-il été pour vous un outil de protection, ou plutôt un facteur de déséquilibre ?

Pour moi, c'est un outil de négociation. Tout peut y être écrit, tout est possible si les parties sont d'accord. Ce n'est ni bon ni mauvais en soi. Il faut juste que chaque clause donnée à un investisseur soit équilibrée par une contrepartie pour le fondateur. Le pacte reflète un rapport de force, c'est tout.

5. Quelles clauses vous ont semblé les plus lourdes ou les plus rassurantes, les plus porteuses de déséquilibres ou de protections ?

La clause de liquidation préférentielle est de loin la plus connue, qui a un impact immédiat sur la capacité même du fondateur à récupérer même un euro de sa boîte.

Les investisseurs américains sont particulièrement agressifs sur cette clause : ils exigent souvent des multiples très élevés sur leur investissement (1,5x, 2x, parfois 3x), ce qui désavantage complètement les fondateurs. Des cas emblématiques comme Deliveroo l'ont illustré : malgré des levées massives, les fondateurs n'ont rien récupéré lors de cette revente. On entre alors dans une spirale où il faut sans cesse lever plus pour compenser les clauses des tours précédents, une forme de chute en avant. Ces pratiques ont beaucoup marqué la tech dans les années 2000 et 2020, mais les choses évoluent. Aujourd'hui, certains fonds deviennent plus prudents, visant des rendements plus stables, mais les clauses, elles, restent présentes, car elles font partie des standards du marché.

Cela dit, il faut bien comprendre que le pacte d'actionnaires n'est pas un outil neutre ni protecteur par défaut : c'est un instrument de pouvoir, purement contractuel. Le droit en tant que tel ne protège pas, ce sont les négociations qui le font. Et tout est possible en droit belge si les parties se mettent d'accord, l'important c'est de savoir tout ce qui est possible de faire.

Il y a mille manières de se protéger intelligemment : clauses sur la rémunération, prendre en compte l'inflation lorsque la rémunération le permet, options d'achat pour racheter des actions aux actionnaires dépendant d'une certaine formule qu'il pourrait utiliser en cas de bonne performance de sa boîte. Ce qui est important, c'est de réfléchir en miroir : je donne quelque chose mais je veux quelque chose en échange.

Les investisseurs ont une checklist très claire : ils vont vouloir imposer des droits de liquidation préférentielle, des droits de contrôle, des sièges au board, etc. Leur objectif est de sécuriser leur capital pour rassurer leurs propres LPs. Et c'est là que le fondateur doit rester extrêmement vigilant : une fois que le pouvoir est cédé, il est très compliqué de revenir en arrière. Il faut donc être bien conseillé et ne jamais céder à la pression sans réflexion.

6. Est-ce que, selon vous, les clauses du pacte d'actionnaires sont facilement exécutoires en justice ? Vous est-il déjà arrivé de voir un pacte non respecté ou détourné dans la pratique ?

Je ne me suis jamais retrouvé en litige avec mes actionnaires, donc je n'ai pas d'expérience directe d'un pacte qui aurait été contourné ou non respecté au point de finir devant un tribunal. Cela dit, dès qu'il y a des tensions ou des désaccords, cela arrive de relire le pacte d'actionnaires, en détail pour vérifier les clauses, et jauger les risques liés à telle ou telle action.

Certaines clauses spécifiques reviennent toujours au centre de l'attention dans ces moments-là, notamment celles liées au good leaver et au bad leaver, ou aux clauses lock-in qui bloquent les fondateurs de la boîte pendant un temps donné. Elles permettent aux investisseurs de s'assurer que les gens en qui ils ont investi restent au pouvoir, puisqu'ils ont investi d'abord dans une équipe en qui ils croient. Ces clauses mettent une certaine pression sur les fondateurs : s'ils ne veulent plus travailler dans la boîte et qu'ils ne respectent pas la clause, ils risquent de tout perdre. Cela peut donc devenir contreproductif.

À mes yeux, il n'y a pas de pacte « parfait ». Tout dépend du setup : qui sont les fondateurs, qui sont les investisseurs, comment s'organisent les équilibres. Le droit permet beaucoup de choses, mais ne protège pas à lui seul : tout repose sur la négociation et sur la qualité des relations humaines en place.

7. Qu'est-ce qui a changé en matière de gouvernance après l'entrée des premiers investisseurs en capital-risque ? Par exemple, au niveau du conseil d'administration, du pouvoir de décision ou du reporting ?

Tout a changé. Dès que des investisseurs extérieurs entrent au capital, il faut accepter qu'ils ont un horizon de sortie : il va falloir trouver un moyen de revendre ces parts ou de lever des capitaux.

Quand on était quatre cofondateurs, la pression était interne, auto-imposée. Avec des investisseurs, on doit composer avec des attentes claires, parfois très fortes, selon leur profil. Dans notre cas, on a choisi de travailler avec des investisseurs belges, plus modérés. Mais on voit que certains fondateurs se tournent vers des fonds américains ou britanniques, bien plus agressifs. Ces fonds peuvent aller jusqu'à fixer des targets contractuelles élevées, intégrées au pacte d'actionnaires, ce qui met une pression énorme sur les fondateurs. Cela peut booster une startup... ou la faire exploser.

Je pense notamment au cas de Take it Easy, qui a eu pour investisseur un VC allemand très agressif. Il avait investi dans plusieurs concurrents, et quand l'un d'eux a commencé à mieux performer, il a tout misé sur lui et abandonné Take Eat Easy. La startup belge s'est alors retrouvée complètement bloquée, sans soutien ni nouveau tour possible, car les autres fonds refusaient d'investir dans une boîte où un VC avait pris le contrôle... puis tourné le dos. C'est typiquement le genre de scénario qu'il faut absolument anticiper lors d'une levée.

Nous, lors de notre dernière levée importante, on avait le choix entre un VC français très offensif, et une combinaison de family offices et de petits fonds belges. Le fonds français proposait un excellent deal pour nous, les fondateurs : relation, plus de parts, contrôle renforcé... Mais il était beaucoup plus agressif vis-à-vis des anciens actionnaires. En acceptant

cette offre, on risquait de perdre en réputation sur le marché belge, ce qui était, pour nous, inacceptable.

On a donc préféré travailler avec les acteurs belges. C'était moins avantageux pour nous personnellement, mais plus respectueux de l'ensemble de l'écosystème. Et au final, nos investisseurs actuels croient encore dans la boîte : ils nous soutiennent dans une logique de long terme, presque patriotique. Là où d'autres nous auraient peut-être considérés comme un simple numéro.

8. Avez-vous le sentiment d'avoir perdu une partie du contrôle, notamment au sein du conseil d'administration ?

Oui, cela a clairement changé. On a lâché le contrôle du conseil d'administration, et avec le recul, je pense que c'était une erreur. Aujourd'hui, on se retrouve avec des non-exécutifs qui prennent parfois des décisions stratégiques sans connaissance suffisante du marché ou du quotidien de l'entreprise.

Et sur ce point, le droit ne nous protège pas. Ce n'est pas une question juridique, mais de gouvernance. Chaque nouvel actionnaire veut une place au board, surtout quand il met plusieurs millions. Résultat : on est passés à huit administrateurs, alors qu'on voulait initialement un board assez réduit. On envisage maintenant de le réduire à cinq, ce qui impliquerait de revoir certaines représentations de personnes qui ont investi de l'argent.

Le principal problème d'un board trop étendu, c'est la dilution de responsabilité. On entre dans un « bystander effect » : certains membres s'impliquent vraiment, d'autres pas du tout. À huit autour de la table, il y a toujours certains qui sont actifs et d'autres beaucoup moins, mais il y a un détachement.

10. Avez-vous déjà vécu des désaccords stratégiques avec des investisseurs ?

Oui, on a connu des situations tendues, notamment lors d'un down round, une levée de fonds réalisée à une valorisation faible, mais nécessaire pour sécuriser l'avenir de la boîte. Ce genre de contexte crée naturellement des tensions entre actionnaires, car les conditions sont loin d'être idéales. Dans ces moments-là, il faut beaucoup dialoguer, prendre le temps de rencontrer les investisseurs un par un, dans des situations informelles, pour expliquer, rassurer. On passe par des discussions informelles, on va manger avec eux, on partage notre vision. C'est le seul moyen de préserver une forme de cohésion quand les chiffres ne sont plus là pour convaincre. C'est aussi dans ces moments qu'on découvre le vrai visage des investisseurs. Ceux qui ont beaucoup d'argent se permettent parfois tout. Et on réalise que la seule vraie protection, c'est d'avoir un business solide, des clients récurrents, et un produit que les gens aiment.

11. Pour vous, qu'est-ce qui est le plus difficile à vivre quand on perd la majorité dans sa propre startup ?

Je dirais que c'est peut-être une question de justice. On se rend compte qu'on n'a pas toutes les cartes en main, que le monde n'est pas toujours juste, et que parfois, on perd ce qu'on a construit sans pouvoir y faire grand-chose. Et une fois que c'est perdu, c'est perdu. C'est comme un accident : sur le moment, c'est brutal, et ensuite on garde une forme de douleur persistante. Une sorte de blessure symbolique. Il faut faire avec, mais ça reste là. C'est la vie.

12. Avez-vous déjà ressenti une pression contractuelle ou personnelle liée à certaines clauses du pacte d'actionnaires ?

Oui, bien sûr. À chaque fois que la boîte traverse une période difficile, toutes les tensions ressortent. Avec le recul, je me dis que si je devais recommencer une boîte un jour, je ferais les choses différemment. J'essaierai de rester seul le plus longtemps possible, de bâtir un business solide, florissant, avant de faire entrer qui que ce soit. Une fois que l'activité tourne bien, alors là, éventuellement, j'ouvrirai à des actionnaires extérieurs, mais pas avant.

13. Selon vous, avec votre recul, est-ce que le droit belge protège suffisamment les fondateurs dans ce type de situation ?

Le droit belge, en tant que tel, repose sur des principes généraux que les politiques ont définis et votés. Il contient effectivement certains fondements qui visent à protéger les individus contre les abus, ce qui est une bonne chose. Mais malgré cela, les personnes malintentionnées trouvent toujours des moyens de jouer avec les limites. Le droit pose un cadre, mais il reste abstrait, et chaque situation est unique. Il est donc difficile de légiférer de manière totalement protectrice sans risquer d'être à côté de la réalité.

Je me souviens d'un exemple marquant : un fonds avait tenté de nous imposer une clause selon laquelle, si un fondateur tombait en burn-out, cela ne serait pas considéré comme une maladie, mais comme une faute grave. Ce serait donc une clause de bad leaver. C'est typiquement le genre de choses qui, à mes yeux, sont borderline en droit belge. Ce genre de clause devrait clairement être encadré, voire interdit.

14. Est-ce que des mécanismes comme le droit de retrait, l'exclusion forcée ou l'abus de majorité vous semblent pertinents pour protéger les fondateurs ?

Pour être honnête, je ne connais pas vraiment ces mécanismes. Ce sont des notions qu'on n'a jamais abordées avec nos avocats, probablement parce que notre setup actionnarial ne s'y prêtait pas. On n'a jamais été dans une configuration où ces outils légaux auraient été nécessaires ou évoqués.

Je comprends l'idée, notamment celle de l'abus de majorité, qui consiste à éviter qu'un actionnaire majoritaire impose unilatéralement sa volonté aux autres. Mais ce n'est pas une problématique qu'on a rencontrée, parce qu'on a toujours eu une cap table relativement équilibrée. Et puis, ces mécanismes relèvent du droit, mais dans les faits, on gère plutôt ce genre de situation via des clauses de pacte comme les tag-along ou drag-along.

15. Quelles recommandations vous feriez à un fondateur qui s'apprête à lever des fonds, notamment sur la négociation du pacte et la gouvernance ?

Je dirais de s'assurer d'avoir un bon business d'abord. Lever des fonds sans que le business ait de bonnes bases, je ne le conseillerais pas. Et ensuite, sur la négociation du pacte ou la gouvernance, je pense que c'est important d'essayer de garder une certaine logique sociétale, et de défendre ce point de vue auprès des nouveaux actionnaires et investisseurs. Il faut pouvoir justifier que garder un certain pouvoir des fondateurs, c'est important pour la continuité de l'entreprise. Parce que c'est justement ce pouvoir, cette vision, qui les a motivés à investir au départ. Et si ces investisseurs prennent tout le pouvoir ou toutes les décisions, ils risquent en fait de perdre leur investissement. Parce qu'ils vont avoir une équipe démotivée,

qui n'aura plus les moyens de prendre les bonnes décisions pour faire avancer l'entreprise. Donc ça, c'est typiquement quelque chose que je conseillerais à tout fondateur.

16. Et au législateur belge, vous auriez une recommandation ? Quelque chose à clarifier, encadrer ou reconnaître ?

Oui, je pense qu'il faudrait s'assurer de l'existence d'un principe de respect des droits humains dans certaines situations. Je pense par exemple à ce que j'ai vécu avec le fonds qui a voulu mettre une clause disant que si un fondateur tombait en burn-out, ce ne serait pas considéré comme une maladie, mais comme une faute grave. Donc potentiellement une clause de bad leaver. Je pense que jouer avec ce genre de clause, en profitant du fait qu'on a du pouvoir et de l'argent, n'est pas correct. Il faudrait légiférer là-dessus, pour protéger un minimum les individus qui travaillent dans une entreprise, même s'ils en sont les fondateurs. Parce que ça reste des personnes. À partir du moment où on a des lois pour protéger les salariés, il n'y a pas de raison que ces principes ne s'appliquent pas aussi aux fondateurs, au moins dans certaines situations.

Aujourd'hui, quand on crée une boîte, on est forcés de devenir indépendants, donc on perd toute forme de protection. Et les indépendants sont très mal protégés, je pense que c'est volontaire. Je ne dis pas qu'il faut donner le même statut qu'un employé, mais je pense qu'un certain respect de la personne devrait être garanti.

D.- ANNEXE 4 : INTERVIEW DE MONSIEUR SEBASTIEN REMACLE, FONDATEUR ET CEO DE TRUSTUP

1. Pouvez-vous vous présenter brièvement, ainsi que votre startup et votre rôle de fondateur ?

Je m'appelle Sebastien Remacle et je suis le CEO et fondateur de Trustup. C'est une plateforme de mise en relation entre entrepreneurs du bâtiment et particuliers. On peut la comparer à une marketplace, une sorte de « TripAdvisor » de la construction.

En parallèle, nous avons développé un outil de gestion pour les professionnels du bâtiment, afin de les aider à trouver de nouveaux chantiers et à mieux gérer leur entreprise. Cela inclut la gestion de devis, de factures, etc. C'est donc un outil complet, pensé spécifiquement pour eux.

La société existe depuis 2017, avec le lancement du produit cette même année. Depuis, nous avons réalisé plusieurs levées de fonds, dont la dernière en décembre 2024 pour un montant de 5 millions d'euros.

Mon rôle de CEO consiste avant tout à assurer une croissance continue et importante. Cela implique de faire le lien entre les différents départements, de réfléchir à la stratégie et de piloter la vision globale. Je conserve encore une partie des tâches opérationnelles, mais j'essaie de m'en détacher progressivement pour me concentrer sur ce qui touche directement à la croissance.

2. Vous êtes-vous retrouvé en situation de minorité ou de perte d'influence suite aux levées de fonds ?

Forcément, quand on lève des fonds, la boîte n'est plus à 100 % à soi. Faire entrer de nouveaux actionnaires implique automatiquement la mise en place d'un board. Aujourd'hui, je reste le plus gros actionnaire de l'entreprise, mais je n'ai plus la majorité des parts.

Concrètement, si tous les actionnaires se mettent ensemble, ils détiennent collectivement un pourcentage plus important que le mien. Nous avons donc un système de gouvernance avec un conseil d'administration qui se réunit environ cinq fois par an, en moyenne tous les deux mois selon les périodes.

Cela dit, même en ayant perdu la majorité, j'ai conservé certains leviers grâce au pacte d'actionnaires. Par exemple, je bénéficie d'un droit de veto, notamment en ce qui concerne les levées de fonds et la recherche de nouveaux capitaux. C'est une garantie importante, car elle me permet de garder une influence réelle malgré une participation devenue minoritaire.

Malgré le fait que, encore une fois, d'un point de vue de pourcentage de société, si tous les actionnaires se mettent ensemble, ils détiennent un plus gros pourcentage que le mien.

3. Avez-vous le sentiment d'être protégé juridiquement ou contractuellement en tant que fondateur ?

Quand on fait une levée de fonds, le plus important, c'est le pacte d'actionnaires. C'est vraiment le document central. Dans notre cas, la convention d'actionnaires fait environ 80

pages, avec énormément de clauses qui s'entrecroisent ou s'annulent les unes les autres. C'est un vrai maillage juridique, assez technique.

C'est pour cette raison que nous avons fait appel à un cabinet d'avocats spécialisé dans les levées de fonds. Je pense que c'est indispensable. Sans cet accompagnement, il serait très difficile de comprendre réellement la portée de chaque clause et de négocier correctement.

Grâce à ce soutien, nous avons pu négocier les clauses qui étaient essentielles pour nous : les clauses de leaver, de liquidation préférentielle, de rachat, etc. À mes yeux, ces négociations sont plus importantes encore que la valorisation de la société. C'est ce qui fait qu'aujourd'hui, je me sens relativement bien protégé contractuellement.

Évidemment, ces clauses doivent toujours rester orientées vers le bien de la société. Mon objectif reste la création de valeur pour l'entreprise. Mais par rapport aux premières années, où nous avions moins de soutien lors de la négociation du pacte, je me sens clairement mieux protégé aujourd'hui.

Pour moi, le cœur juridique, c'est le pacte d'actionnaires. Les mécanismes légaux du droit belge restent présents, mais ils interviennent plutôt comme un ultime recours, si vraiment la situation dégénérerait.

Si je compare avec le pacte d'actionnaires que nous avons auparavant, il était malheureusement mal rédigé et cela nous a causé pas mal de problèmes lors d'une levée de fonds. Certains actionnaires minoritaires en ont profité pour compliquer les choses et cela a vraiment créé des tensions.

Aujourd'hui, ce type de situation n'est plus possible grâce au nouveau pacte. Nous avons investi beaucoup d'argent pour le rédiger correctement avec un cabinet d'avocats spécialisé. À l'époque, nous n'avions pas voulu dépenser cette somme : le fonds qui entrait au capital avait imposé son modèle, que nous avons simplement négocié. Mais ce document comportait beaucoup de failles. Le nouveau pacte, au contraire, est plus simple, plus clair et surtout mieux rédigé. Il reflète l'expérience d'avocats qui ont déjà été confrontés à de nombreuses situations similaires et qui savent intégrer des clauses plus justes et équilibrées.

4. Quelles étaient les principales différences entre l'ancien pacte d'actionnaires et le nouveau ? Quels facteurs de déséquilibre avez-vous rencontrés ?

Dans l'ancien pacte, il y avait plusieurs éléments problématiques, mais le plus gros déséquilibre concernait les classes d'actions. Les business angels, bien que très minoritaires dans l'ensemble de la société, avaient leur propre classe d'actions.

Le problème, c'est que dans cette classe, deux investisseurs détenaient un peu plus de 25 % des parts. En pratique, cela ne représentait presque rien à l'échelle totale de la société, mais le pacte prévoyait que si plus de 25 % d'une catégorie d'actions s'opposaient, ils pouvaient bloquer toute opération, y compris une levée de fonds.

Comme ces deux business angels avaient environ 25,04 % dans leur classe, ils ont pu s'opposer et bloquer. Cela leur a donné un pouvoir de nuisance disproportionné et a fortement compliqué la levée.

C'était principalement lié à des désaccords et surtout à des questions d'ego. Il n'y avait pas de justification rationnelle, et 98 à 99 % des autres actionnaires ne comprenaient pas cette

opposition. Mais cette faille dans la convention leur donnait un pouvoir excessif qu'ils n'auraient jamais dû avoir.

Si l'on s'en tenait au Code des sociétés et associations, ils n'avaient absolument aucun de ces droits. Mais comme le pacte d'actionnaires avait été mal rédigé, il leur offrait ces possibilités.

Cela nous a causé énormément de problèmes : perte de temps, perte d'argent et tensions internes. C'est vraiment un exemple concret de pourquoi il est crucial d'avoir un pacte d'actionnaires bien rédigé dès le départ.

5. Quelles sont, selon vous, les clauses les plus porteuses de protection pour un fondateur ?

La clause la plus importante, c'est clairement la liquidation préférentielle. Si elle est mal négociée ou abusive, elle peut être extrêmement dangereuse pour un fondateur. Il y a des exemples de fondateurs qui ont levé des centaines de millions, qui ont revendu leur société à une valeur bien inférieure, et qui n'ont rien touché à cause d'une liquidation préférentielle négociée à x3 en faveur des investisseurs.

Dès le départ, j'ai toujours mis cette clause au centre des discussions. Avant même de parler du reste du pacte d'actionnaires, je posais cette condition : « Nous, on ne veut pas de liquidation préférentielle excessive ». Si un fonds venait avec ce type d'exigence, la discussion s'arrêtait là.

Ensuite, il y a les clauses de leaver. Je considère qu'elles sont légitimes si elles servent le bien de la société. Si un fondateur quitte la société après avoir levé des fonds, il est normal qu'il y ait un mécanisme qui protège les autres actionnaires. Par contre, ce qui est crucial, c'est qui décide de qualifier un départ en good leaver ou bad leaver, et selon quelles règles.

Pour éviter les abus, nous avons choisi de nous référer au Code du travail : seule une faute grave, avec un impact significatif sur les revenus ou sur l'entreprise, peut justifier un bad leaver. Cela évite qu'un groupe d'actionnaires décide arbitrairement d'évincer un fondateur.

Il existe différents types de leaver (good, bad, parfois neutral ou early), mais tout doit être précisément défini. Sinon, cela ouvre la porte à des décisions abusives qui peuvent déstabiliser la société.

Personnellement, j'ai toujours eu la conviction que si un jour je ne suis plus la bonne personne pour diriger, je serai le premier à le reconnaître et à laisser ma place à quelqu'un de plus compétent. Mon objectif reste la création de valeur pour la boîte.

En résumé, pour moi, les deux clauses les plus importantes à bien négocier sont : la liquidation préférentielle et les clauses de leaver.

6. Qu'est-ce qui a changé en matière de management et de gouvernance après l'entrée des premiers investisseurs en capital-risque ?

En réalité, pas grand-chose au niveau du fonctionnement quotidien. Les actionnaires n'interviennent pas dans le day-to-day de l'entreprise. Ils n'ont pas de contact direct avec les employés et ne s'impliquent pas dans l'opérationnel.

Concrètement, nous élaborons une stratégie, nous la validons en board, puis elle est transmise à la direction et partagée aux équipes. Cela n'a donc pas modifié la gouvernance interne de l'entreprise.

En revanche, au niveau gouvernance actionnariale, le changement est important. Et je considère que c'est très positif. Au départ, nous n'avions qu'un board composé de business angels. Cela peut fonctionner, mais ce n'est pas forcément le plus équilibré. Aujourd'hui, avec l'arrivée d'actionnaires professionnels, nous avons un conseil d'administration beaucoup plus structuré.

C'est rassurant et plus sain, car les grandes décisions stratégiques ou les budgets importants ne reposent pas uniquement sur moi. En tant qu'administrateur, j'ai aussi une responsabilité légale. Si je prenais seul une mauvaise décision pouvant mener la société à la faillite, j'en porterais les conséquences. Le fait d'avoir un board qui valide collectivement ces décisions majeures, comme investir un ou deux millions d'euros, est un vrai contrepoids et une sécurité.

7. Vous sentez-vous toujours décisionnaire dans les moments clés, notamment pour l'orientation stratégique de la société ?

Oui. J'ai la chance aujourd'hui d'avoir un board très soutenant, qui suit les décisions stratégiques. Lorsque j'arrive avec une proposition de changement important, ils vont challenger mes idées — et c'est très bien ainsi, car c'est ce que j'attends d'eux.

Ce n'était pas toujours le cas auparavant, mais aujourd'hui nous avons un board de grande qualité. Nous avons fait entrer un fonds américain expérimenté ainsi que d'autres profils étrangers qui ont créé de très grosses sociétés dans notre secteur, avec de vrais succès. Leur expérience et leur légitimité apportent une réelle valeur aux discussions stratégiques.

Concrètement, quand je propose une orientation, le board la questionne, mais il me fait confiance. Cela me permet encore de fixer la route stratégique de l'entreprise. Et parfois, grâce à leurs remarques, je réalise moi-même que je ne prenais pas la bonne direction. C'est exactement le rôle d'un board : challenger, mais aussi renforcer les décisions stratégiques.

8. Voyez-vous une différence entre investisseurs publics et privés, en termes d'attentes ou d'exigences ?

Non, je ne vois pas de réelle différence. Un investisseur public agit exactement comme un privé. L'*investment partner* du fonds public investit comme s'il engageait son propre argent.

Au final, ce n'est pas la nature du fonds (public ou privé) qui fait la différence, mais la personne qui le représente, notamment au board. Chaque actionnaire apporte des compétences et une expérience différentes, mais cela dépend surtout de l'individu.

Dans les deux cas, l'objectif reste le même : maximiser la valeur de l'entreprise et réaliser le meilleur multiple possible. Et c'est aussi mon objectif : que tout le monde avance ensemble dans cette direction.

9. Avez-vous déjà ressenti une pression contractuelle ou personnelle liée à certaines clauses du pacte d'actionnaires ?

Oui, cela m'est arrivé lors d'un précédent conflit avec certains actionnaires. Dans ce contexte, ils ont utilisé toutes les clauses possibles du pacte, jusqu'à tenter d'imposer un manager de crise dans l'entreprise. Cela devenait complètement ridicule.

C'est là que j'ai vraiment pris conscience de l'importance de bien choisir ses partenaires. Signer un pacte d'actionnaires, c'est comme un mariage : au début, tout va bien, tout le

monde s'entend, on dit que certaines clauses ne seront jamais utilisées. Mais le jour où ça se passe mal, c'est comme dans un divorce : chacun retourne voir les clauses du contrat pour exploiter la moindre disposition qui l'avantage.

Heureusement, avec les nouveaux actionnaires, ce n'est plus le cas. Cela fait maintenant six mois que certains d'entre eux sont entrés au board, et les autres sont là depuis longtemps. Avec eux, jamais nous n'avons dû recourir à une clause du pacte pour résoudre un blocage. Nous ne sommes jamais arrivés à un vote conflictuel en conseil d'administration : nous avons toujours trouvé un accord par la discussion, de manière adulte, sur les sujets stratégiques.

10. Les mécanismes juridiques comme le droit de retrait, l'exclusion forcée ou l'abus de majorité vous semblent-ils pertinents pour protéger les fondateurs ?

En réalité, tous ces droits sont souvent repris sous une autre forme dans le pacte d'actionnaires. Par exemple, la situation que nous avons vécue il y a quelques mois avec deux actionnaires correspondait clairement à un abus de minorité au sens strict du droit. Mais aller démontrer cela devant un juge est irréaliste quand il faut absolument lever des fonds et qu'on n'a plus de trésorerie : on ne peut pas se permettre de perdre ce temps.

C'est pourquoi je considère que le pacte d'actionnaires, bien rédigé, intègre déjà la plupart de ces protections. Dans notre cas, tout est défini de manière claire : si je commets une faute grave, je peux être sanctionné, ce qui est normal ; si je ne suis plus la bonne personne pour diriger, les cinq autres administrateurs peuvent en décider ensemble. Mais cela ne m'empêche pas de conserver mes droits d'actionnaire : mes parts ne peuvent pas être rachetées contre ma volonté.

Par contre, je n'ai plus la gestion générale de la boîte. Globalement, si demain cinq actionnaires décidaient ensemble que je ne suis plus la bonne personne pour diriger, ce serait crédible : ils sont tous très expérimentés, et il y aurait forcément une part de vérité là-dedans. Cela dit, je pense qu'on n'en arrivera jamais là. Si un jour je réalise moi-même que je ne suis plus la bonne personne, je le reconnaîtrai. C'est aussi l'esprit des clauses de leaver : aujourd'hui, il ne peut pas y avoir d'abus de majorité, puisque cinq personnes doivent s'accorder pour me retirer la direction. Si cela arrive, c'est que c'est justifié.

Je me sens donc plutôt à l'aise et protégé. Les autres actionnaires ne peuvent pas toucher à mon capital sans moi. Mes actions restent mon patrimoine. Mais ce n'est pas toujours le cas ailleurs. Beaucoup de fondateurs signent des pactes prévoyant que, si le board juge qu'ils ne sont plus la bonne personne pour diriger, leurs actions peuvent être rachetées, parfois jusqu'à 100 %, ou au moins une large partie, souvent à des conditions défavorables.

Nous, nous avons tout défini clairement : méthodes de calcul, de valorisation, scénarios de sortie anticipée. Tout est documenté avec des exemples concrets et des simulations dans les annexes du pacte, y compris la cap table. Quand tout est clair, cela évite les problèmes futurs.

Ce n'était pas le cas de notre précédent pacte : il était tellement complexe que même les avocats l'interprétaient différemment, ce qui créait des zones grises sources de conflits. D'où l'importance d'investir dans un document bien rédigé. Cela coûte cher, mais c'est un prix à payer pour s'épargner beaucoup de problèmes ensuite.

11. Quelle recommandation feriez-vous à un fondateur qui s'apprête à lever des fonds pour la première fois ?

Je donnerais deux recommandations principales.

La première, c'est de ne pas se focaliser uniquement sur l'argent que le fonds peut apporter. Il faut avant tout vérifier qu'il y a un vrai alignement culturel et de valeurs avec l'investisseur. Si ce n'est pas le cas, cela posera forcément problème à long terme. Au début, tout se passe bien, mais comme dans un couple, si on n'a pas les mêmes valeurs, la relation finira par casser. Lever des fonds, c'est pareil : si on sent qu'on n'est pas à l'aise avec un investisseur, il vaut parfois mieux ne rien prendre que d'accepter un mauvais partenaire. Sinon, on finit par le payer beaucoup plus cher plus tard.

La deuxième recommandation, c'est de faire très attention au pacte d'actionnaires. Il ne faut pas hésiter à investir de l'argent pour avoir un pacte bien rédigé. Un mauvais pacte ne pose aucun problème tant que tout va bien, mais le jour où survient un conflit, il peut coûter énormément : en argent, en temps, en énergie.

À mon échelle, je n'ai pas levé des centaines de millions, mais nous avons fait plusieurs levées, dont certaines petites au départ et la dernière plus importante. Nous avons sans doute encore fait des erreurs et nous continuons à apprendre. Lever des fonds est un apprentissage continu, et ce n'est jamais facile. En Belgique francophone, il n'y a pas énormément d'exemples à suivre ni de fondateurs avec qui échanger sur ce vécu, ce qui complique encore les choses.

En résumé, mes deux conseils essentiels seraient : bien choisir ses partenaires financiers, même si cela signifie dire non à certains fonds, et ne pas sous-estimer l'importance du pacte d'actionnaires et accepter d'y investir pour éviter de gros problèmes par la suite.

12. Quelle recommandation adresseriez-vous au législateur belge ? Y a-t-il quelque chose à clarifier, encadrer ou reconnaître dans la loi ?

Oui, clairement : la politique liée aux warrants.

En Belgique, il est extrêmement compliqué de motiver des collaborateurs avec des outils d'intéressement. Or, c'est précisément cela qui crée de la valeur dans une startup : attirer et retenir les talents. Aujourd'hui, nous sommes environ 70 employés, nous serons une centaine d'ici la fin de l'année, et probablement 300 ou 400 dans trois ans. Cela représente beaucoup de retombées fiscales et sociales pour la région.

Mais si l'on veut recruter des profils de haut niveau, il faut pouvoir proposer des stock-options ou des warrants. Et la législation belge sur ce point est, selon moi, très mal conçue. Contrairement à la France, où la taxation intervient au moment de l'exercice ou de la sortie, en Belgique l'employé est taxé dès l'attribution des warrants, sur la base d'une valorisation parfois très élevée pour une startup.

Nous sommes en train d'engager un nouveau profil parisien de niveau C-level, et la question des warrants ou stock-options s'est naturellement posée. En France, l'avantage est clair : la taxation n'intervient qu'à la sortie, tandis qu'en Belgique l'employé doit payer des impôts dès l'attribution.

Le problème, c'est que cette taxation s'applique sur la base d'une valorisation qui, dans l'univers des startups, est souvent très élevée. On ne parle pas de multiples d'EBITDA, puisque ces sociétés ne sont pas encore rentables, mais de multiples de revenus récurrents (MRR). Ces valorisations peuvent donc rapidement atteindre plusieurs millions d'euros. Et le problème,

c'est que ça fait sortir quand même une grosse somme d'argent à ce genre-là, dès l'attribution des Warrants, sachant que si demain, la boîte fait faillite, ils ont perdu cet argent-là. C'est un sujet qui revient systématiquement à chaque levée de fonds : « quelle taille donner au pool de warrants pour les employés ? ».

À mes yeux, il est impératif de modifier ce régime. Taxer à la sortie, même à hauteur de 10 % ou davantage, ne pose aucun problème : tout le monde sait que ce sera le cas. Mais taxer à l'attribution, alors que les warrants ne seront peut-être jamais exercés, est à la fois stupide et risqué pour l'employé. Cela empêche tout simplement de mettre en place des outils de motivation efficaces.

E.- ANNEXE 5 : INTERVIEW DE MONSIEUR PHILIPPE DEGEER, ANCIEN DIRECTEUR EUROPE DU GROUPE GOODYEAR DUNLOP, INVESTMENT MANAGER CHEZ ÉPIMÈDE

1. Pouvez-vous vous présenter vous présenter, ainsi qu'Épimède et son positionnement dans l'écosystème du financement des start-ups en Belgique ?

En ce qui concerne mon parcours personnel, j'ai effectué une carrière dans l'industrie automobile, au sein du groupe Goodyear Dunlop. J'y ai occupé plusieurs postes jusqu'à devenir, entre 2007 et 2015, directeur de groupe Goodyear Dunlop pour l'Europe, juste avant de rejoindre Épimède.

Épimède est un fonds de croissance créé en 2015 sous forme de Sicaf privé. Il s'agit d'un fonds fermé d'une durée de 12 ans, qui arrivera à échéance en juillet 2027, conformément à la réglementation applicable aux Sicaf privées. Ce fonds intervient dans des sociétés déjà structurées, qui réalisent un certain chiffre d'affaires et emploient une cinquantaine de collaborateurs. Le cas typique serait une entreprise générant entre 15 et 20 millions d'euros de chiffre d'affaires, avec 50 à 60 personnes, à un moment charnière de son développement : soit le fondateur souhaite passer la main, soit il ou elle cherche à structurer davantage l'entreprise pour franchir un nouveau cap de croissance.

Épimède est un fonds de taille relativement modeste, avec 50 millions d'euros souscrits auprès d'investisseurs institutionnels, principalement des banques, assureurs, et acteurs privés, ainsi que quelques fonds publics. Il prend des participations importantes dans le capital des sociétés, généralement entre 4 et 6 millions d'euros, représentant environ un tiers à un peu plus d'un tiers du capital.

Le portefeuille initial comptait neuf participations ; quatre en sont déjà sorties, et cinq restent actives à ce jour. Le fonds sera clôturé en juillet 2027, comme le prévoit la loi.

2. Quels sont les conflits les plus récurrents entre votre fonds et des fondateurs de start-ups dans lesquels vous avez investi ?

C'est-à-dire qu'il y a des conflits, il y en a eu, et c'est un point sur lequel je voulais revenir avec vous, qui est toujours un point assez compliqué à régler et sur lequel le CSA n'aide pas beaucoup. C'est la question de la propriété intellectuelle.

Ça arrive assez fréquemment qu'un fondateur apporte avec lui, bien entendu, une propriété intellectuelle qui lui appartient, parce que ça peut venir, par exemple, de quelqu'un qui a fait des travaux avec l'université, qui a trouvé quelque chose, qui possède une technologie, enfin, quelque chose comme ça, et qui souhaite, bien entendu, après l'investissement de personnes extérieures, que la propriété intellectuelle qui continue d'être développée dans l'entreprise continue de lui appartenir. C'est quelque chose sur lequel, nous, investisseurs, nous ne transigeons jamais.

Bien entendu, pour nous, si nous finançons la croissance d'une entreprise, la propriété intellectuelle qui est développée après notre entrée est la propriété de l'entreprise et non plus la propriété du fondateur. Et ça, c'est quelque chose qui est toujours, dans mon expérience, extrêmement difficile à régler avec le fondateur. Il y a beaucoup de parts émotionnelles, et c'est quelque chose sur lequel le CSA n'apporte rien, bien entendu, parce que ce sont vraiment

des discussions presque transactionnelles à faire entre le fondateur, bien sûr, lui racheter, bien entendu, la part de propriété intellectuelle qui était antérieure à notre arrivée.

Ça, c'est dans la valorisation que l'on met dans la société. Mais une fois que ceci est fait, il n'y a plus de propriété intellectuelle qui appartient au fondateur. Émotionnellement, c'est parfois difficile, bien sûr, pour le fondateur.

Et ce sont des discussions qui peuvent durer longtemps, sur lesquelles on a eu à souffrir, je vais dire, de conflits avec des fondateurs qui, effectivement, faisaient repartir sur le parti privé une partie de la propriété intellectuelle, sans vouloir rentrer dans les détails. Mais c'est quelque chose sur lequel le CSA n'apporte pas d'aide, mais qui est compliqué à gérer pour des investisseurs, et sur lequel le fondateur peut se trouver lésé, bien sûr.

3. Rencontrez-vous également des conflits entre votre fonds et les fondateurs au sujet de la dilution ?

D'abord, en général, lorsque nous intervenons dans une société, nous réécrivons le pacte d'actionnaires, ce qui est une étape importante. Nous ne sommes pas les premiers investisseurs, ce sont souvent les fonds publics qui interviennent en Seed ou en Early Stage, mais lorsque nous arrivons, nous redéfinissons les conventions d'actionnaires ainsi que les règles de gouvernance.

En général, cela se passe relativement bien. Nous ne sommes évidemment pas intéressés à ce que le fondateur soit lésé dans cette opération. Dès le départ, on organise dans les pactes la gouvernance entre le fondateur et les investisseurs, publics ou privés : nombre de sièges au conseil d'administration, modalités de prise de décision, majorités simples ou qualifiées. C'est une phase assez standardisée, dont on s'écarte peu, et qui crée relativement peu de difficultés. La plupart du temps, le fondateur comprend qu'il doit partager un peu le pouvoir, mais pas totalement. Cela se passe donc assez facilement.

Concernant l'anti-dilution, c'est un sujet que nous avons parfois mis en œuvre, mais pas toujours de manière heureuse. Il faut comprendre que dans les sociétés qui ont besoin de capital de manière récurrente avant d'atteindre leur rentabilité, souvent tous les 2 ou 3 ans, certaines peuvent devenir cashflow positives après une dizaine d'années. Dans ce cas, on peut mettre en place une clause d'anti-dilution, qui réduit la dilution du fondateur lors des augmentations de capital.

Je pense à un cas particulier où nous avons mis une telle clause, limitée dans le temps (5 ans) et en montant (10 millions d'euros). Cela signifiait que, sur les 10 premiers millions d'augmentation de capital, la part du fondateur restait inchangée. L'erreur que nous avons commise, c'est de ne pas avoir bien mesuré les implications : cette clause a créé un désalignement entre les intérêts du fondateur et ceux du fonds. Nous avions intérêt à ce que la société devienne rapidement cashflow positive, pour éviter de devoir remettre au pot. Le fondateur, lui, n'avait aucun inconvénient à lever des fonds, puisqu'il conservait sa part grâce à l'anti-dilution. Nous payions donc à la fois notre part, mais aussi indirectement la part du fondateur, ce qui alourdissait notre coût d'investissement. Le fondateur, de son côté, n'avait pas d'incitation directe à améliorer rapidement le cashflow.

Ce n'est pas un mauvais outil en soi, mais il faut bien évaluer les effets de désalignement qu'il peut induire, et éventuellement les compenser par d'autres mécanismes, comme des bonus,

ce que nous n'avions pas fait à l'époque. C'est une leçon qu'on a tirée. Je pense que la loi cadre ce mécanisme assez bien, mais il faut vraiment en évaluer les impacts potentiels.

4. Quel regard portez-vous sur le droit belge, notamment le CSA, et les mécanismes de protection comme l'exclusion, le droit de retrait ou les abus de majorité/minorité ? Vous semblent-ils suffisants ou déséquilibrés ?

Sur les protections légales en général, je dirais que dans les expériences que nous avons eues, le droit belge m'a toujours semblé équilibré. Je ne l'ai jamais trouvé excessif ni dans la protection des fondateurs, ni dans celle des investisseurs. Et avec le peu de recul que nous avons, je serais bien en peine de suggérer des améliorations ou modifications concrètes.

Je n'ai pas encore un recul énorme sur le nouveau CSA, puisqu'il a été mis en œuvre relativement récemment. Il est donc difficile de me prononcer avec certitude à ce stade, mais je dirais qu'il me semble relativement équilibré. Je n'ai pas vu de conflits émerger, ni dans un sens ni dans l'autre, liés spécifiquement à la mise en place du CSA. Les mécanismes que vous mentionnez existaient déjà auparavant, sous une autre forme. Le CSA les a essentiellement remis en forme, mais cela n'a pas fondamentalement changé notre manière de rédiger les conventions d'actionnaires. Nous n'écrivons pas aujourd'hui des pactes très différents de ceux d'il y a dix ans, et les clauses que nous utilisons, en ligne avec le CSA, restent assez similaires. Je ne suis donc pas certain que le CSA ait eu un impact majeur dans un sens ou dans l'autre.

5. Et dans un pacte d'actionnaires, pour vous, quelles sont les clauses que vous jugez réellement clés pour garder l'équilibre entre un fondateur et les investisseurs ?

Les clauses de gouvernance, déjà, je pense. Toutes les clauses de gouvernance, donc le conseil d'administration, les décisions clés, clairement, décisions à la majorité, par exemple.

Donc toutes ces clauses de gouvernance sont essentielles. Les clauses anti-dilution, s'il y en a, bien entendu, ça, c'est sûr, c'est certain, ça permet de protéger le fondateur.

Bien entendu, vous vous en doutez, un investisseur comme nous n'a jamais intérêt à avoir un fondateur démotivé. Donc même si on joue parfois des limites, on est très dépendants du fondateur, en règle générale, dans ce genre de petites et moyennes structures.

Donc les clauses de gouvernance, les clauses anti-dilutives, les clauses de sortie aussi, bien sûr, qui intéressent, comme on appelle les clauses de sortie conjointes, etc.

Donc il faut que tout ça fonctionne bien dans les équilibres et que les investisseurs ne puissent pas entraîner vers la sortie un fondateur qui ne le voudrait pas. Je pense que ça, ça me paraît essentiel. Ça dépend comment on voulait structurer ces clauses de sortie, mais ça, ça me paraît important.

Et l'inverse aussi, d'ailleurs : qu'un fondateur n'emmène pas vers la sortie des investisseurs qui ne le souhaiteraient pas, parce qu'il a reçu une offre de quelqu'un qu'il souhaite accepter. Et donc tout ça doit être bien exprimé.

Je pense aussi aux clauses qui permettent l'ajout de nouveaux actionnaires lors d'une augmentation de capital. Ça peut se faire entre nous ou avec l'arrivée d'un tiers. Et donc dans les conventions d'actionnaires, il y a une série de paragraphes sur la manière dont peuvent être acceptés des nouveaux investisseurs. Je pense que c'est encore un point important.

6. Et trouvez-vous que ces clauses sont facilement actionnables en pratique ? Des clauses liées à la sortie, comme Drag-Along, ou les clauses de Good/Bad Leaver ?

De notre expérience, elles ont fonctionné facilement. Pour la question de Drag-Along, les clauses de sortie fonctionnent relativement bien, il me semble, parce que c'est relativement facile d'avoir un texte assez peu ambigu.

Les clauses de Bad Leaver sont beaucoup plus compliquées parce qu'il y a toujours une part d'interprétation de ce que c'est qu'un Bad Leaver ou pas Bad Leaver.

On n'a pas été confronté, mais j'imagine que ça va être plus compliqué, de par la nature du problème qu'on essaye de résoudre : il y a un Bad Leaver qui est plus émotionnel et un Drag-Along qui est relativement carré.

7. Comparé à d'autres juridictions comme le Luxembourg ou les États-Unis et le Royaume-Uni, trouvez-vous que la Belgique est dans une position équilibrée ?

Je n'ai pas trop d'expérience au Luxembourg, j'ai plus une expérience américaine.

Je dirais que comparé à l'expérience américaine, le fondateur ici me semble plus protégé qu'aux États-Unis. Mais aussi, on est dans une société aux États-Unis où un échec n'est peut-être pas vu de la même manière, et où le fondateur peut facilement rebondir et retrouver de nouveaux projets, là où en Europe, c'est plus compliqué.

Mais j'ai rarement vu, par exemple, ces clauses anti-dilutives aux États-Unis. Rarement, très rarement. Protéger un fondateur, ce n'est pas le débat en fait pour eux. Ou l'entreprise a besoin de cash-flow et le fondateur se fait diluer, ou l'entreprise a un cash-flow positif très rapidement. Il n'y a pas besoin d'augmentation de capital, et tant mieux pour lui. Je connais mieux cet environnement-là. Le Luxembourg, je ne pourrais pas trop commenter.

Mais clairement, aux États-Unis, c'est un système plus libre, plus laisser-faire. À chacun son problème, quelque part.

8. Comment se présente généralement la gouvernance d'une startup avant l'arrivée d'un premier investisseur, et quels sont les premiers éléments que le fonds met en place à son entrée ?

Déjà, au départ, si on prend les premiers fonds, qui sont les fonds de Seed ou d'Early Stage, comme Noshak, par exemple, ou dans une moindre mesure Wallonie Entreprendre, ce sont des fonds bien équipés pour faire, on va dire, 50, 60 000 €. C'est-à-dire qu'ils font des petits montants, mais beaucoup. C'est du Seed. Ils sèment, comme on dit.

En fait, souvent, avant leur arrivée, on peut voir des entreprises où le conseil d'administration n'existe même pas. En fait, quasiment pas. Il y a le fondateur, les quelques associés clés, le directeur des finances, le directeur des ventes, etc. Et il n'y a même pas de conseil d'administration. Il est fait sur papier une fois par trimestre, mais sur papier, réellement.

L'Assemblée générale est aussi faite sur papier, puisqu'elle est faite entre eux, entre le fondateur et peut-être l'épouse du fondateur, qui a une partie des parts, etc.

Donc ça arrive très souvent que le premier fonds, d'un point de vue gouvernance, parte d'une page blanche, complète. Il n'y a même, en général, pas d'audit interne, réellement.

Toutes ces questions-là, quand vous avez une entreprise, je vais prendre un exemple de 15-20 personnes, le premier fonds va faire son entrée et se retrouver devant cette page blanche.

C'est donc le travail, en général, des fonds comme Noshak et Wallonie Entreprendre, de mettre en place cette première gouvernance, avec les fondateurs, les personnes clés de la société, et bien sûr le premier ou les deux premiers fonds, qui sont présents au conseil d'administration.

Ils vont commencer à structurer un peu la gouvernance de l'entreprise et organiser les premières prises de décision entre les investisseurs et les fondateurs : qui a le pouvoir sur quoi, à quelle proportion, quelles sont les majorités, etc. Donc, ce n'est vraiment pas étonnant d'avoir une page complètement blanche sur cette question-là. C'est aussi le fonds, en général, qui va imposer souvent son réviseur d'entreprise, souvent.

Il y avait auparavant un réviseur choisi par les fondateurs.

Souvent, un fonds d'investissement va préférer la sécurité d'un réviseur dans les big four. En règle générale, on va préférer quelqu'un qui bénéficie d'une certaine notoriété, plutôt que quelqu'un qui pourrait se trouver trop proche des fondateurs, par exemple.

9. Quels mécanismes de contrôle et de décision concrets sont mis en place après l'entrée d'un fonds au capital d'une startup ?

Plusieurs changements importants s'opèrent en matière de gouvernance et de contrôle au sein de la startup. D'abord, un certain nombre de décisions de gestion deviennent mieux contrôlées et mieux cadrées. L'un des premiers exemples concerne l'engagement des personnes clés : le fonds participe systématiquement aux entretiens de sélection. C'est une décision qui, dès le départ, est structurée de manière très claire.

Ensuite, l'élaboration des budgets et des prévisions constitue un autre changement majeur. Avant l'entrée des fonds, cela se faisait souvent de manière approximative, parfois « sur un coin de table ». L'arrivée du fonds permet de structurer le business plan, les prévisions et les budgets, ainsi que le suivi régulier des dépenses — mensuel ou trimestriel — par rapport à ces budgets.

Un troisième point fondamental concerne la structuration des décisions d'investissement. Cela passe par la définition d'une enveloppe de CAPEX (Capital Expenditure), donc le choix des catégories d'investissement. Par exemple, décider d'investir dans une technologie plutôt qu'une autre était, auparavant, souvent laissé à la seule initiative du fondateur. Désormais, cela devient une décision du conseil d'administration. Ces choix d'investissement sont considérés comme parmi les plus essentiels pour l'entreprise. Ils doivent s'appuyer sur une feuille de route technologique, produit et industrielle claire. Une entreprise bien structurée sur ces plans-là permet de prendre des décisions d'allocation de capital cohérentes et efficaces.

10. Comment évolue concrètement le rôle du fondateur dans la gouvernance d'une startup après l'entrée d'un fonds d'investissement ? Perd-il en pouvoir de décision, ou parvient-on à maintenir un équilibre ?

Je dirais que l'équilibre doit être préservé. Le fonds d'investissement est évidemment dépendant du fondateur pour la qualité des décisions, cela me paraît clair. Maintenant, il est

tout aussi clair que le fondateur ne décide plus seul. Il a un devoir, ou, en tout cas, une mission, de convaincre son conseil d'administration. C'est comme ça que je le vois : le fondateur doit convaincre son conseil d'administration de ses décisions. Et s'il est bon à cela, il y arrive. S'il est moins bon, c'est plus compliqué. Mais c'est son rôle de convaincre.

Le conseil d'administration, lui, pose des questions, parfois difficiles, et demande des justifications. S'il n'est pas convaincu, il exigera des analyses supplémentaires. C'est un peu, comme on dit en anglais, un « sounding board » sur ce type de décisions.

Je ne pense pas que le fondateur soit moins décisionnaire ou moins puissant. Il doit simplement davantage convaincre.

11. Avez-vous déjà été témoin ou informé de désaccords entre fondateurs et investisseurs concernant des décisions stratégiques ? Et si oui, comment ces conflits sont-ils généralement gérés ou résolus ?

Relativement souvent, bien sûr. Et je pense que c'est une bonne chose. D'ailleurs, j'ai toujours eu du mal à qualifier cela de « conflit », tout dépend de ce que l'on met derrière ce mot.

Personnellement, je préfère parler de divergences d'opinion. Le terme n'a pas la même charge émotionnelle. Un conflit, à mes yeux, suppose quelque chose de prolongé, difficile à résoudre, voire de bloquant. Ce dont je parle ici, ce sont des désaccords, qui surviennent régulièrement et naturellement.

C'est précisément à cela que sert la gouvernance. Elle existe, en grande partie, pour permettre de résoudre ces divergences. Par exemple, les règles de majorité jouent un rôle essentiel dans ce processus.

Dans mon expérience, ces désaccords n'aboutissent que très rarement à de véritables conflits, au sens grave du terme. J'ai rarement vu de situations où l'on atteint un point de rupture.

12. Quel conseil pratique donneriez-vous à un fondateur qui s'apprête à lever des fonds ?

Je dirais plusieurs choses.

Pour un fondateur qui va rechercher un investisseur, il est d'abord essentiel d'être bien clair sur son besoin de capital, aujourd'hui mais aussi demain. On voit souvent des fondateurs affirmer : « J'ai besoin de cinq millions tout de suite, et ensuite je n'aurai plus besoin de rien. » En réalité, c'est rarement le cas. Lorsqu'on a une vraie stratégie de croissance, il faut évaluer avec précision ses besoins financiers immédiats, mais également ceux des prochains mois ou des prochaines années.

Cette estimation détermine vers quel type d'investisseur le fondateur devra se tourner. Il existe des fonds, comme le nôtre par exemple, qui disposent d'un capital de 50 millions. Dans notre cas, cela nous limite assez rapidement : nous ne pourrions pas suivre un projet qui, au cours de son développement, aurait besoin de 15 millions d'euros de capital. Ce serait probablement au-delà de nos capacités. Le premier point clé est donc d'estimer de manière réaliste et complète le besoin de financement.

Deuxième chose, je dirais : de quoi d'autre l'investisseur a-t-il besoin que d'argent ? Je veux dire par là, a-t-il besoin de conseils en management, de soutien lors de l'entretien, de sélection de certaines personnes ?

Pour vous citer un exemple : dans nos participations, nous avons à un moment donné le besoin de sélectionner un patron de filiale aux États-Unis. J'y ai participé très activement, puisque j'ai travaillé une vingtaine d'années aux États-Unis.

Il faut évaluer ce que le fonds peut apporter autre que de l'argent. Donc en termes de compétences managériales, éventuellement de contacts. Je l'ai pas trop vu faire, mais souvent les fonds disent : « Si vous venez, si nous investissons chez vous, nous vous apporterons des affaires. » C'est quelque chose qui fonctionne relativement mal. De toute façon, les affaires, il faut aller les chercher soi-même. On peut offrir quelques contacts, mais on offre rarement des affaires. Donc, il y a les besoins en capitaux, et il y a les besoins en soft skills, que les fondateurs peuvent avoir : soutien en management, soutien aux politiques de ressources humaines, ce genre de choses-là.

13. Et quel conseil donneriez-vous à un investisseur, ou à un fonds de capital-risque, qui s'apprête à investir pour la première fois dans une start-up ?

Du côté du fonds d'investissement, il y a toujours, dans tous les cas, ce qu'on appelle une due diligence, une instruction de dossier très complète qui est faite, dans laquelle le fonds d'investissement regarde bien entendu le fondateur.

Un des éléments qui nous est apparu, au fil des années, comme extrêmement important, c'est la personnalité du fondateur. Ça peut être quelque chose qu'on a sous-estimé au fil du temps : avoir un fondateur dont la personnalité fonctionne dans le cadre de ce que je viens de vous dire.

Je vous expliquais tout à l'heure qu'un CEO devait parfois convaincre un conseil d'administration. Tous les fondateurs ne sont pas dans cette optique-là, puisqu'ils n'ont pas fonctionné comme ça au tout début de leur aventure. Ils ont souvent fonctionné un petit peu comme des autocrates, des gens qui avançaient très vite et très bien, qui disaient à leur personnel exactement tout ce qu'il fallait faire. C'est souvent comme ça qu'ils ont réussi à arriver là.

Et pour eux, c'est un gros changement de devoir convaincre au lieu de dicter. Et ce point, le point de personnalité, l'ego que peut avoir le fondateur, est un point qu'on aurait peut-être dû, nous, regarder de plus près.

F.- ANNEXE 6 : INTERVIEW DE MONSIEUR SEBASTIEN DOYEN, ANCIEN DIRECTEUR DE DIGITAL ATTRACTION, MANAGING DIRECTOR DE DERMATOO

1. Est-ce que vous pouvez brièvement vous présenter, ainsi que le fonds dans lequel vous avez travaillé et votre rôle au sein de celui-ci ?

Je m'appelle Sébastien Doyen. J'ai travaillé pour Digital Attraction, un fonds d'investissement créé avec le soutien de 17 investisseurs, en majorité publics. Les trois principaux, Sambre Invest (Charleroi), IMBC (Mons) et WAP Invest (Tournai), représentaient à eux seuls 90 % du capital, chacun ayant investi 6 millions d'euros. À cela s'ajoutaient d'autres partenaires pour atteindre un total de 20 millions d'euros. À l'origine, j'ai été recruté avec un contrat de trois mois pour structurer le fonds. Finalement, j'en suis devenu le directeur.

Le fonds était spécialisé dans les start-ups digitales, avec deux types de véhicules d'investissement. Le premier, un prêt de 25 000 €, visait les entrepreneurs en phase d'idée ou de test de leur "Proof of Concept" (POC). Le second, de 100 000 €, était destiné aux projets ayant déjà développé un POC et commencé à générer des premiers clients. Les deux étaient des prêts convertibles, avec les mêmes conditions standards : une décote de 25 % sur le tour suivant, et un intérêt de 5 %, appliqué après une période de carence de 12 mois. À partir du 13^{ème} mois, les intérêts commençaient à s'accumuler.

On se situait donc clairement sur un positionnement pre-seed, parfois seed, mais l'essentiel était d'intervenir tôt, avant même la croissance initiale. L'idée était de soutenir la structuration du projet, pas encore sa croissance. On souhaitait que les démarches soient simples, rapides, et surtout standardisées, peu importe le montant investi (25 000 € ou 100 000 €). Il n'y avait donc pas de différences dans les pactes d'actionnaires ni dans les conditions juridiques selon les montants, car à ce stade, les sommes engagées restent faibles.

Après cette période de 12 mois, on pouvait la prolonger, ou alors on entrait dans une procédure de conversion du prêt, ou bien de remboursement. Le remboursement pouvait se faire entre 18 et 48 mois. On n'a jamais forcé un entrepreneur à convertir son prêt. On voulait leur laisser la possibilité de rembourser si leur business marchait bien, s'ils avaient d'autres investisseurs, ou tout simplement s'ils le préféraient.

C'était vraiment de l'argent que les privés ne prêtent pas dans ces conditions. Ce n'est pas de l'argent public au sens strict, mais c'est quand même de l'argent public. Il transite via des structures qui sont publiques à 49 % et privées à 51 %, pour respecter les règles européennes et éviter de parler de subsides. Mais au final, ça reste majoritairement de l'argent public, de l'argent wallon.

Notre objectif principal, c'était la création d'emplois pérennes en Wallonie. C'était la logique du fonds. La condition principale, c'était d'avoir une start-up basée en Belgique, avec des emplois en Belgique, et si possible en Wallonie. On a bien essayé de financer des start-ups étrangères en espérant les faire venir en Wallonie, mais ça reste quasi impossible.

Évidemment, un fonds pre-seed, ce n'est pas rentable. Mais on l'a monté parce que nos investisseurs sont eux-mêmes des fonds qui interviennent ensuite, sur le seed, l'intelligence artificielle, la biotech... Nous, on se positionne sur une forme de continuité logique.

Dans nos contrats de prêt, on offrait toujours trois possibilités : la conversion par Digital Attraction, la revente du prêt à un de nos actionnaires (généralement un des trois principaux), ou le remboursement du prêt. C'était donc un système très ouvert, sans aucune garantie. Si la start-up fermait, on perdait l'argent, tout simplement.

2. Pensez-vous que le droit belge offre un cadre équilibré entre les intérêts du fondateur et ceux des investisseurs dans les startups ?

Dans notre cas, on ne faisait que du prêt, donc on n'avait pas de pactes d'actionnaires à proprement parler.

Étant donné que l'on n'a pas de garantie, le droit belge est plutôt bien fait. Si on ne met pas de garanties, le jour où la société part en faillite, les créanciers sont remboursés dans un ordre bien établi. D'abord l'État (ONSS, TVA, charges sociales), ensuite les banques, qui disposent généralement de garanties sur le fonds de commerce, puis les privés, et, en dernier, des structures comme Digital Attraction.

Tout cela est bien encadré juridiquement. Mais au final, tout dépend du contrat signé. Même pour les pactes d'actionnaires, c'est ce document qui va tout encadrer. Le droit belge, de ce point de vue, est bien construit. Le problème ne vient pas du cadre légal lui-même, mais souvent du fait que les pactes d'actionnaires sont mal rédigés.

En Belgique, et surtout en Wallonie ou à Bruxelles, les tickets sont petits, donc les fondateurs ne dépensent pas 5 000 ou 10 000 euros chez un bon avocat pour rédiger un pacte solide. Et pourtant, c'est là que se situe le vrai enjeu. Le droit est bon, mais le pacte d'actionnaires doit être bien fait. Beaucoup se contentent aujourd'hui d'un modèle généré avec des outils comme ChatGPT, sans intégrer toutes les subtilités juridiques.

Un bon pacte d'actionnaires, c'est comme un contrat de mariage. Tant que tout va bien, on n'y pense pas. Mais le jour où il y a un conflit, on est très content d'avoir été bien conseillé dès le départ.

3. Le pacte d'actionnaires est-il pour vous un outil de protection, de gouvernance, ou de contrôle ?

À la base, un pacte d'actionnaires doit avant tout être un outil de protection, aussi bien pour les fondateurs que pour les investisseurs. Il permet de poser clairement les limites : jusqu'où chacun est prêt à prendre des risques, comment se protéger si quelque chose tourne mal, et sous quelles conditions les parts peuvent être cédées ou conservées.

Dans le pacte, on peut aussi intégrer des éléments liés au conseil d'administration. Mais il ne faut pas confondre les rôles : ce n'est pas le pacte qui définit les administrateurs. Ce sont les investisseurs, à travers l'Assemblée générale (AG), qui désignent les administrateurs, et donc la composition du conseil d'administration. L'AG fixe les grandes orientations stratégiques, et le conseil d'administration n'est là que pour vérifier que la direction applique bien cette stratégie au quotidien.

Le pacte, lui, est là pour anticiper les problèmes. Par exemple : que se passe-t-il si un fondateur quitte la société ? Est-ce qu'il garde ses parts ou doit-il les revendre ? Ce sont des points critiques à encadrer.

Personnellement, dans mon entreprise actuelle, on n'a pas de pacte d'actionnaires. Mais c'est un exemple de l'écart entre la théorie et la pratique. En théorie, il faut absolument en avoir un. En pratique, beaucoup fonctionnent sur la base de la confiance — mais c'est une erreur, car la plupart des gens finissent par agir dans leur intérêt. Un pacte bien rédigé est donc indispensable pour protéger tout le monde, structurer les règles de sortie, de gouvernance, et encadrer les décisions à prendre via l'AG et le conseil d'administration.

4. Utilisez-vous des classes d'actions différentes dans vos investissements ?

Non, chez Digital Attraction, on n'utilisait pas du tout la structure en classes d'actions. Ce n'était pas dans notre logique d'investissement en prêt convertible. Cela dit, c'est un mécanisme assez standard ailleurs.

Généralement, on retrouve des actions de classe A pour les fondateurs, de classe B pour les investisseurs. La différence tient surtout au niveau d'implication : les investisseurs privés sont souvent beaucoup plus présents et suivent activement les projets. Les investisseurs publics, eux, sont plus attentistes.

5. Observez-vous des différences entre le capital-risque en Belgique et dans d'autres pays comme les États-Unis ou le Luxembourg ?

Au niveau des pactes d'actionnaires, les avocats finissent tous plus ou moins par se copier. Mais il y a une grosse différence entre l'Europe et les États-Unis. Les Américains sont beaucoup plus stricts, plus carrés dans leur manière de faire.

En revanche, le marché du capital-risque européen, lui, n'existe pas. Contrairement aux États-Unis, où il y a un vrai marché national intégré, ici en Europe, chaque pays fonctionne en vase clos. Une start-up américaine peut lever des fonds dans n'importe quel État américain. Une start-up belge, elle, va chercher de l'argent en Belgique. Aller chercher de l'argent en France, c'est quasiment impossible à moins d'avoir déjà de très bonnes rentrées et d'être très avancé.

C'est à partir des séries A ou B que tu peux commencer à envisager d'élargir à l'international. Mais même là, c'est compliqué. Chaque pays a ses lois, ses règles d'application, ses spécificités juridiques. Il n'y a pas de vraie loi européenne sur l'investissement. Ce sont des directives européennes, transposées en droit national, donc appliquées différemment partout.

Prenons un exemple : une société qui part en faillite en Belgique, tu as tout un système très clair, très standardisé. Mais une société qui fait faillite en France, c'est vraiment trop compliqué. Et qu'est-ce que tu vas faire concrètement ? Tu vas aller réclamer l'argent ? Tu vas prendre un huissier ici en Belgique pour le transmettre à un huissier en France, chacun va coûter de l'argent.

Tu ne fais ça que pour de très gros investissements. Ce genre de démarches, tu les fais pour des séries A, B, avec des grosses structures, accompagnées d'avocats, qui ont généralement des bureaux dans le pays dans lequel tu veux intervenir.

La grosse différence, c'est clairement le montant des investissements. En Europe, tout fonctionne de manière très locale, régionale. Chaque pays agit dans son coin : la France investit en France, la Belgique en Belgique, l'Allemagne en Allemagne. On parle de marchés fragmentés. Les levées de fonds y sont beaucoup plus petites que celles qu'on observe aux États-Unis.

Aux États-Unis, les levées peuvent atteindre 350 à 400 millions, et ce n'est pas exceptionnel. Là-bas, le marché est unifié. Une start-up américaine peut lever des fonds dans plusieurs États sans que cela ne pose de problème. En Europe, très peu de start-ups vont directement chercher à s'implanter dans 10 ou 15 pays en même temps. La question des montants levés est très différente.

6. Selon vous, comment évolue la gouvernance des start-ups belges après l'entrée d'un fonds d'investissement, que ce soit en pre-seed ou seed ?

Alors ça, il y a souvent de grandes différences. En général, tu commences avec des business angels ou des micro family offices. Ces gens-là fonctionnent beaucoup à la confiance, de manière assez informelle.

Mais dès qu'un fonds d'investissement entre, c'est complètement différent. La personne qui travaille pour un fonds, ce n'est pas son argent. Elle a des comptes à rendre. Donc elle a besoin de reporting, de prévisionnels, de documents clairs. Un business angel, un coup de téléphone et le rapport est fait. C'est comme ça que ça fonctionne. Avec un fonds, non. Tu as un process.

L'interlocuteur d'un fonds ne décide de rien seul. Il représente un comité d'investissement. Il fait le lien, il transfère l'info, il récolte des éléments, il monte un rapport qu'il envoie à des personnes qui vont trancher. Donc, l'arrivée d'un fonds, c'est indispensable pour structurer l'entreprise.

Tu dois faire des reportings, des forecasts, des plans de trésorerie, penser plus loin, structurer plus finement. Même si tu avais déjà des outils de suivi, sans fonds, ton business angel ne les regarde pas vraiment. Il n'a pas de comptes à rendre, donc il ne va pas creuser. L'investment manager d'un fonds, lui, c'est son métier. Il doit comprendre tous les chiffres, être capable de les expliquer lui-même. Donc tu ne peux plus te permettre de mettre du bullshit.

C'est une différence fondamentale. Et ça se retrouve aussi dans le conseil d'administration. Le reporting passe par le conseil. Il faut que ce soit formalisé. Un vrai rapport de CA, pas juste trois lignes. J'ai vu un nombre énorme de boards sans aucun rapport ou alors avec un rapport minimaliste.

Quand plusieurs fonds entrent au capital, tu as rapidement plusieurs pages de rapport. Les documents doivent être envoyés à l'avance, plusieurs jours avant le conseil, pour que chacun ait le temps de les lire et de préparer ses questions. Cette rigueur n'existe que quand des fonds sont présents.

Et plus les fonds sont gros, plus tu as des niveaux de décision, donc plus tu dois produire de documents. Lever de l'argent augmente tes frais de fonctionnement, car tu dois avoir des personnes pour faire ce reporting. C'est une conséquence directe de la structuration imposée par les investisseurs institutionnels.

7. Quelles étaient vos exigences en matière de reporting chez Digital Attraction ?

Chez nous, chaque mois, on envoyait un questionnaire standardisé avec cinq questions. Quatre portaient sur des éléments chiffrés : chiffre d'affaires, nombre de clients, et d'autres données de performance. La cinquième question était simplement : "Any remarks ?". Cela permettait aux entrepreneurs d'ajouter tout ce qu'ils voulaient partager.

À partir de ces données, on mettait tout dans des tableaux de suivi, et on regardait l'évolution mois par mois. Si on constatait que le chiffre d'affaires baissait, ça voulait dire qu'il y avait un problème. On passait alors un coup de fil.

8. Et est-ce que vous observez une amélioration de la performance des start-ups quand elles passent d'un leadership "fondateur" à une gouvernance plus structurée ?

Non. Malheureusement, tout cela, c'est plus du bluff. Si tu es Coca-Cola, tu peux peut-être influencer un marché. Même Coca-Cola n'y arrive pas toujours. Ce que ça veut dire : si ton marché n'est pas là, ou si ton produit ne répond pas à une vraie demande, peu importe combien tu lèves, tu n'auras pas plus de clients. Tu vas juste retarder ta faillite.

Tant que tu n'as pas trouvé l'équation produit-marché, ça ne sert à rien. La structuration de ton entreprise ne changera rien à ce stade-là. En revanche, une fois que tu as trouvé cette équation, là oui, tu peux commencer à structurer, à grandir, à professionnaliser.

Tu ne peux pas gérer une entreprise de 3 personnes comme une entreprise de 20. Ce n'est pas possible. Il faut une structure, car la démocratie en entreprise, ça n'existe pas. Les 20 personnes ne vont pas penser comme toi, ne vont pas travailler comme toi, n'auront pas la même vision ni les mêmes objectifs. Donc à un moment, il faut du contrôle, de la gouvernance, de la clarté.

Et c'est là que les fonds d'investissement (VC) jouent un rôle important : ils forcent les fondateurs à structurer. Ils les poussent à construire une organisation solide autour d'eux, parce que c'est un autre métier : ce n'est pas le même travail de créer un produit que de bâtir une entreprise qui grandit. Mais la condition de base, avant tout, c'est d'avoir ce match produit-marché.

9. Le rôle du fondateur évolue-t-il fortement après une levée de fonds en capital-risque ?

Alors oui. À chaque niveau de levée de fonds, le rôle du fondateur évolue parce qu'il devient de moins en moins opérationnel et de plus en plus stratégique, ce qui est assez logique.

Au début, quand l'entreprise fait peu de chiffre d'affaires, tu fais tout : tu vends, tu es au four et au moulin, tu es partout. Mais à partir du moment où tu commences à avoir une vraie structure, un nombre suffisant d'employés, une croissance qui s'installe, d'autres problèmes apparaissent. Ce sont des problèmes liés à la croissance, et ils demandent beaucoup plus de réflexion.

C'est très difficile de faire passer une entreprise de zéro à un million d'euros de chiffre d'affaires. C'est là qu'on cherche cette fameuse équation produit-marché. Mais passer de 1 à 10 millions, c'est une autre histoire : c'est de la gestion. Et très peu de fondateurs sont bons en gestion. C'est pour ça qu'à ce moment-là, on commence souvent à engager des COO, des gens formés à cette gestion, souvent issus de grandes écoles, avec un esprit bien carré.

Parce que la gestion, c'est cartésien. Avoir une idée que le marché n'a pas encore, vouloir changer les habitudes des gens ou leur apporter quelque chose de nouveau, ça, c'est le rôle d'un rêveur. Et il faut rêver pour entreprendre.

Donc, à un certain stade, on attend du fondateur qu'il continue à penser l'évolution de la société, à réfléchir aux futurs produits, à comment élargir le marché, à voir plus loin. Et on confie la gestion quotidienne à d'autres profils plus structurés.

Je pense notamment à une entreprise bruxelloise où le fondateur est devenu « Chief Visionary Officer ». Son rôle, c'était de projeter l'entreprise dans le futur, de rêver. On ne lui demandait plus de faire du reporting ni d'être dans le quotidien, mais d'imaginer ce dont les gens auront besoin demain.

Donc oui, le job change radicalement, et très peu de fondateurs sont capables de faire cette transition. Passer d'entrepreneur à stratège, c'est un autre métier.

10. Avez-vous déjà observé des désalignements entre fondateur et fonds ? Et comment sont-ils gérés ?

Quasiment tout le temps. Et pour une raison très simple : un fonds d'investissement, ce n'est pas son argent.

Imagine que tu hérites de 10, 15 ou 20 millions. Tu montes une entreprise qui marche bien, et tu veux investir cet argent dans un fonds. La majorité des fonds d'investissement sont des fonds fermés. Un fonds fermé, ça veut dire que tu donnes ton argent au fonds, mais tu veux le récupérer dans les 10 à 12 ans, avec éventuellement une extension de 3 ans maximum — c'est précisé dans les conditions d'investissement.

Donc si je te donne 20 millions aujourd'hui, je veux récupérer mon argent dans 10 ans, et avec une plus-value annuelle de 20 à 25 %. C'est comme ça que ça fonctionne avec les investisseurs. Le fonds représente cet intérêt. Et ceux qui donnent l'argent ne travaillent pas dans le fonds. Si tu as 20 millions, tu ne bosses pas dans un fonds. Tu profites, tu es ailleurs.

Résultat : l'investment manager, lui, doit faire en sorte que l'entreprise dans laquelle le fonds a investi puisse être revendue, idéalement dans un horizon de 7 ans. Comme ça, avec les imprévus, tu arrives à 10 ans. L'objectif : récupérer le double ou le triple de la mise.

Toi, en tant que fondateur, ce n'est pas forcément ta vision. Tu veux aller jusqu'au bout, changer le monde, peut-être même surpasser Bill Gates, même si c'est impossible. Mais c'est cette vision de l'entrepreneur : aller loin, créer quelque chose de grand, laisser une trace.

La vision du fonds d'investissement, elle, est financière et temporelle : récupérer l'argent dans un délai précis. C'est pour ça qu'il existe aussi quelques fonds "ouverts", souvent liés à de grandes familles industrielles, comme Solvay, InBev, etc. Ces fonds, ils ont un cash-flow permanent, ils n'investissent pas pour eux-mêmes, mais pour leurs enfants, leurs petits-enfants. Ils ont une vision à 50 ou 100 ans. Ils ne cherchent pas à faire une sortie rapide. Ils créent un empire.

À l'inverse, la plupart des investisseurs sont dans une logique de spéculation. Ils veulent profiter de leur argent de leur vivant. Ce sont deux logiques radicalement différentes.

Et c'est là qu'on retrouve les grands désalignements entre les fondateurs et les fonds. Ça se joue toujours sur la stratégie à court terme vs. long terme. Quand tu veux un retour rapide sur investissement, tu prends des décisions différentes de celui qui veut construire quelque chose de durable. Forcément, la stratégie de l'entreprise change.

11. Et comment gérez-vous concrètement ces désalignements entre fondateur et investisseurs ?

En revenant au pacte d'actionnaires. C'est là que tout se joue. Tu essaies d'avoir le plus de parts possible dans l'entreprise, pour pouvoir peser dans les décisions. Ensuite, tu essaies de convaincre les autres actionnaires que ta vision est la bonne, que « mieux vaut un tu l'as que deux tu l'auras ». C'est une question de discussion, de négociation.

Mais tout dépend du charisme du fondateur. S'il est suffisamment capable de vendre sa vision, de faire rêver, de dire : « Là, vous gagnez 1 000, mais si vous attendez 5 ou 10 ans, vous gagnerez 100 000 », alors parfois, les gens acceptent d'attendre.

Mais il faut être lucide : c'est un jeu de dupes. Un investisseur est là pour gagner de l'argent, pas pour en perdre. Personne ne fait une entreprise pour perdre de l'argent.

12. Donc, ce type de conflit se règle essentiellement par la négociation et la persuasion ?

Oui, c'est surtout une histoire de négociation, de stratégie, de démonstration. Il faut réussir à expliquer pourquoi attendre peut rapporter plus. Le marché change tout le temps. Il évolue en permanence, et aujourd'hui encore plus vite qu'avant. On est dans un monde où tout bouge à une vitesse de dingue.

Un jour, ta start-up vaut beaucoup. Le lendemain, plus rien n'est garanti. C'est pour ça que certains investisseurs préfèrent encaisser leur mise plutôt que d'attendre une hypothétique valorisation future. C'est comme au casino : tu gagnes dix fois, mais si tu mises tout à la onzième, tu peux tout perdre. Donc parfois, il vaut mieux sécuriser ses gains. Ce n'est pas exactement pareil, mais l'image est bonne : ce sont ces logiques-là qui s'affrontent.

13. Et est-ce que vous avez déjà été confronté à une situation d'éviction ou de départ forcé d'un fondateur ? Et dans quel contexte ça s'est produit et comment ça a été géré ?

C'est très délicat. C'est un peu lié à ce qu'on a dit tantôt : le travail d'un fondateur, le métier d'un fondateur, il change au fur et à mesure du temps, au fil de l'évolution de l'entreprise. Il arrive que certaines personnes atteignent un seuil et n'arrivent pas à accepter qu'elles ne sont plus à la bonne place. Elles s'accrochent alors à leur poste.

Pour moi, c'est une question d'ego mal placé, mais ce n'est pas évident à admettre : se dire « je ne suis plus assez bon pour faire », surtout quand c'est son "bébé". Souvent, les fondateurs sont les seuls à travailler 15 heures par jour pendant des années. Ils divorcent parfois ou connaissent des séparations, leur couple bat de l'aile, ils ne voient pas leurs enfants. Ce n'est pas évident, car ils sont tellement pris par leur vision qu'ils en oublient le reste. Ce sont des gens passionnés, mais ce n'est pas toujours facile de vivre avec des gens passionnés.

Dans ces moments-là, c'est souvent le conseil d'administration qui vote le changement de CEO. Si aucun accord n'est trouvé au conseil d'administration, alors on convoque une assemblée générale. Cela arrive plus souvent qu'on ne le pense.

Il faut garder à l'esprit que le conseil d'administration, comme l'assemblée générale, travaille toujours en fonction de la survie et du bien de l'entreprise, ce qui n'est pas forcément lié à la survie ou au bien du fondateur. Oui, ça arrive, et quand ça arrive, il y a souvent de bonnes raisons. Si tu es fondateur et que ça t'arrive, pose-toi la bonne question.

14. Comment évoluent les clauses et le rapport de force entre investisseurs et fondateurs au fil des tours de financement ?

Ce que tu dois comprendre, c'est qu'à chaque tour de table, on prend ton pacte d'actionnaires précédent, on le déchire et on en fait un nouveau.

C'est vraiment à ce point-là. C'est comme ça que ça marche, et ça dépend de la santé économique de l'entreprise. Si ta santé économique est bonne, tu peux avoir 40 investisseurs prêts à investir chez toi. Tu vas alors pouvoir choisir les conditions de ton pacte d'actionnaires. Tu peux reprendre tes clauses d'avant et dire : "Maintenant, on va peut-être rajouter une ou deux clauses." Les nouveaux investisseurs voudront sans doute ajouter des clauses de liquidation préférentielle ou autres, car ils arrivent à ce moment-là.

Tout dépend aussi de la solidité financière de tes investisseurs. S'ils ont les poches profondes et continuent à investir aux tours suivants, ils gardent un droit de regard et peuvent imposer leurs conditions. S'ils arrêtent d'investir, ils perdent ce droit. Les nouveaux qui arrivent imposent toujours leurs conditions — c'est toujours comme ça que ça se passe, sauf si l'entreprise se porte vraiment très bien.

Si tu as suffisamment d'investisseurs et que beaucoup plus de personnes veulent investir par rapport au montant dont tu as besoin, c'est toi qui décides. Tu es dans une position de luxe absolue, tu peux dire : "Je veux bien que vous investissiez, mais à telle valeur, telle condition, tel élément... C'est à prendre ou à laisser." Et si on refuse, ce n'est pas grave, quelqu'un d'autre prendra. Mais cela arrive une fois sur cent. La plupart du temps, tu dis "merci, bien sûr" et tu acceptes, car tu n'as pas vraiment le choix.

"Déchirer le pacte d'actionnaires et en refaire un autre." Ça, c'est vraiment à retenir. La plupart des startups, si elles ne font pas leur tour de table, partent en faillite. Si ce sont de nouveaux investisseurs qui arrivent, et non les mêmes qui réinvestissent, ils ont tout pouvoir. Par exemple, en cas de revente, ce sont eux qui récupèrent leur argent en premier, généralement avec un intérêt, puis seulement après viennent les autres investisseurs. Le tout premier investisseur, s'il n'a pas réinvesti après 3 ou 4 tours, n'a plus rien à dire. Les tours suivants sont de plus en plus importants.

15. Quels conseils donneriez-vous à un fondateur de startup pour établir une relation saine et efficace avec un fonds de capital-risque lors de son premier investissement, et sur quels points devrait-il être particulièrement attentif ?

Je pense qu'il est essentiel de trouver des personnes indépendantes au sein du conseil d'administration. C'est quelque chose qu'on ne fait vraiment pas assez en Belgique.

Ces personnes peuvent être des spécialistes de ton secteur, ou d'autres domaines : investissement, fiscalité, ressources humaines... Peu importe, du moment qu'elles ne représentent ni les actionnaires ni l'entreprise. Leur rôle est d'apporter un avis de spécialiste, objectif et sans conflit d'intérêts.

Cela implique que tu les payes, car elles n'ont aucun intérêt direct dans l'entreprise : tu leur achètes du temps et de l'expertise. Pour moi, ce sont les seules personnes qui, lors du conseil d'administration, peuvent s'exprimer sans être influencées par des sentiments ou des affects, ceux-ci étant souvent source de tensions. C'est le meilleur conseil que je puisse donner. Pour le reste, encore une fois, tout est toujours remis en question.

G.- ANNEXE 7 : INTERVIEW DE MONSIEUR FABRICE CAROSELLA, INVESTMENT MANAGER CHEZ SAMBRINVEST

1. Est-ce que vous pouvez vous présenter, ainsi que votre fonds et votre rôle au sein de celui-ci ?

Je suis Investment Manager chez Sambrinvest. Sambrinvest est une société mixte, composée de capitaux privés et publics (60 % privé, 40 % public), qui œuvre au développement économique de la région de Charleroi. La particularité du fonds est son ancrage très local, limité au bassin de Charleroi Métropole. Les thématiques d'investissement sont ciblées en fonction de notre plan stratégique, qui retient comme secteurs prioritaires : les life sciences (où nous investissons principalement en equity), l'industrie 4.0, ainsi que, de manière plus limitée, l'agroalimentaire et les matériaux.

Nous intervenons principalement comme société de financement de haut de bilan, soit par prise de participation en capital, soit par prêt sous différentes formes.

2. Et pour parler du cadre juridique, pensez-vous que le droit belge offre un cadre équilibré entre les intérêts du fondateur et ceux des investisseurs dans les start-up ?

J'ai l'impression que oui. Je ne suis pas juriste de formation, mais j'ai acquis mes connaissances juridiques par l'expérience et au sein de l'équipe. Selon moi, le droit belge encadre bien les choses : le pacte d'actionnaires est un document de synthèse qui prend en compte les intérêts des différentes parties, à la fois ceux des fondateurs et ceux des investisseurs financiers.

D'accord, je vois. Et donc pour vous, le pacte d'actionnaire, vous le voyez plus comme un outil de protection, de gouvernance, de contrôle ? Comment est-ce que vous définiriez la vision que vous en avez ?

Pour moi, un pacte d'actionnaires regroupe l'ensemble des modalités d'une prise de participation. La partie la plus simple est d'apporter les fonds lors de l'augmentation de capital. Mais au-delà de cet aspect financier, le pacte définit : la gouvernance ; la circulation des parts ; la responsabilité des managers actifs, c'est-à-dire ceux à qui sont confiés les moyens financiers pour exécuter le business plan présenté ; enfin, les modalités de sortie (exit), car un investisseur doit toujours envisager dès l'entrée comment il sortira. En résumé, le pacte d'actionnaires est comparable à un contrat de mariage : il définit comment les parties vont vivre ensemble, avec leurs droits et prérogatives respectifs.

3. Est-ce que vous utilisez la structure en classes d'actions dans vos investissements ? Et en quoi est-ce un levier juridique essentiel dans l'équilibre fondateur-investisseur ?

Les classes d'actions différenciées ont du sens uniquement si elles confèrent des droits et devoirs distincts. Si tous les actionnaires sont alignés sur les mêmes droits et devoirs, il n'est pas nécessaire de créer plusieurs catégories. Les classes d'actions servent donc principalement à attribuer des droits spécifiques, le plus souvent pour distinguer les parts des fondateurs de celles des investisseurs (catégories A, B, C, etc.). Cela dit, ce n'est pas une obligation ni le premier critère d'attention. Ce qui prime, c'est la manière dont on va œuvrer ensemble pour développer l'entreprise. Le pacte est comparable à un contrat de mariage :

l'objet principal qui réunit tout le monde reste la société. Tant les fondateurs que les managers et les actionnaires ont intérêt à créer de la valeur.

4. Vous portez donc une attention particulière au fait que la relation soit saine et efficace entre fondateurs et investisseurs ?

Absolument. Si nous ne sentons pas l'équipe ou la gouvernance, nous préférons ne pas investir, même si le projet est intéressant. En tant qu'actionnaire financier, nous recevons de nombreuses opportunités d'investissement et il nous revient de choisir. La décision peut dépendre du secteur d'activité ou du business, mais souvent aussi de l'équipe. En phase de démarrage, on investit davantage dans une équipe que dans une société, car l'entreprise reste à construire. Il est donc essentiel que l'équipe en place fonctionne bien, tant vis-à-vis des actionnaires que dans ses relations internes. Or, il est fréquent que des tensions apparaissent entre cofondateurs. Il est rare qu'après cinq ans, quatre fondateurs initiaux soient encore totalement alignés.

5. Observez-vous des différences notables entre les pratiques du capital-risque en Belgique et celles d'autres pays, par exemple aux États-Unis, au Royaume-Uni ou au Luxembourg ?

Honnêtement, je ne peux pas répondre précisément à cette question car mon expérience est essentiellement régionale, même pas strictement nationale. Je peux néanmoins citer l'exemple de Sortlist, société dans laquelle j'ai siégé au conseil d'administration et qui a une envergure internationale. Bien que Sambrinvest co-investisse parfois avec des fonds étrangers (notamment en France et aux Pays-Bas, surtout dans les life sciences où les besoins en capitaux sont très importants), je ne dispose pas d'une expérience suffisante pour comparer de manière détaillée les pratiques belges avec celles des États-Unis ou du Royaume-Uni. Dans les co-investissements réalisés en Europe, les pratiques sont globalement similaires, ce qui traduit une certaine harmonisation.

6. Selon vous, comment la gouvernance évolue-t-elle dans les start-up belges après l'entrée d'un premier fonds ? Devant quoi le fonds se retrouve-t-il et quels sont les premiers changements opérés ?

Lorsqu'un fonds entre pour la première fois (pré-seed ou seed), ce qui change principalement pour la start-up, c'est l'organisation de la gouvernance. Avant cela, les financements proviennent souvent des « trois F » (family, friends, fools) ou de business angels, qui suivent les projets de manière assez informelle. L'arrivée d'un fonds implique la mise en place d'un pacte d'actionnaires qui prévoit un conseil d'administration. Il faut donc nommer des administrateurs, instaurer une gouvernance plus structurée, organiser un reporting régulier au conseil d'administration (distinct du reporting aux actionnaires) et adopter un minimum de formalisme, notamment à travers des KPI.

7. Quelles sont vos principales exigences en matière de gouvernance ? Par exemple, en ce qui concerne les sièges au conseil d'administration, varient-elles selon la start-up et le poids de votre investissement ?

Oui, les exigences varient en fonction du tour de table et de la trajectoire de la société (l'« equity story »). Cela dépend de l'ambition de la start-up en matière de levées futures, de ses besoins financiers et de ses besoins en gouvernance. Il est possible qu'un fonds prenne un siège au conseil, ou qu'un représentant commun soit désigné pour deux fonds si la

collaboration est fluide. L'essentiel reste l'alignement des intérêts. Cet alignement implique aussi que certaines décisions soient soumises à des votes particuliers ou à des majorités qualifiées (par exemple pour des investissements). Dans ces cas-là, l'accord des investisseurs financiers est requis.

8. Selon vous, quel est le rôle optimal d'un fondateur après l'entrée d'un fonds d'investissement ? En quoi son rôle évolue-t-il ?

L'important reste la création de valeur. Une start-up démarre de rien puis évolue vers une scale-up. Dans ce processus, le fondateur doit avoir la lucidité de se demander : « Suis-je encore la bonne personne pour créer de la valeur dans les prochaines années ? »

Ce n'est pas parce qu'on est fondateur que l'on est nécessairement la personne la mieux placée pour accompagner la société à chaque étape. Les profils nécessaires pour lancer un projet ne sont pas toujours ceux qui conviennent pour structurer sa croissance. Créer de la valeur, ce n'est pas seulement développer une idée initiale ; c'est aussi bâtir une organisation, structurer des départements, mettre en place un management intermédiaire et fédérer des équipes plus larges autour de valeurs communes. Or, un fondateur au profil très technique n'est pas toujours celui qui réussira le mieux cette structuration.

9. Avez-vous déjà été confronté à une situation d'éviction ou de départ forcé d'un fondateur ?

Oui, cela arrive, et c'est toujours une situation délicate. Lorsqu'un fondateur ne rame plus dans le même sens que les autres ou commence à développer la société dans une direction différente de celle retenue par le conseil d'administration, cela peut mettre l'entreprise en danger.

Le dialogue est alors essentiel. Comme pour un contrat de mariage, on espère ne jamais avoir à se référer au pacte d'actionnaires. Mais lorsque celui-ci doit être relu deux ou trois ans après sa signature, c'est généralement le signe que la situation est déjà tendue.

10. Comment gérez-vous concrètement ces situations d'éviction ou de départ forcé ?

La négociation est primordiale. Si chacun campe sur ses positions, la société perd en création de valeur et peut même voir sa liquidité asséchée, ce qui met en péril sa survie.

Une difficulté fréquente pour les fondateurs est de dissocier leurs différents rôles : manager, administrateur et actionnaire. Les intérêts liés à chacune de ces casquettes peuvent diverger. Il arrive ainsi qu'un fondateur doive quitter ses fonctions opérationnelles tout en conservant sa qualité d'actionnaire.

11. Comment percevez-vous l'évolution de la performance d'une start-up lorsqu'elle passe d'un leadership exclusivement exercé par le fondateur à une gouvernance plus professionnelle ?

Je dirais que c'est quitte ou double. Pour un investisseur comme nous, qui se rapproche davantage d'un acteur institutionnel, l'objectif est de professionnaliser la gouvernance. Cela doit contribuer à renforcer la création de valeur.

Il est essentiel de ne pas investir sur la seule personne du fondateur, mais sur une équipe. Une équipe performante est celle qui sait s'entourer, reconnaître ses points forts et ses limites,

attirer des cofondateurs ou des collaborateurs complémentaires. C'est cet équilibre collectif qui permet de consolider la gouvernance et la performance.

12. Quelles sont vos exigences minimales en matière de gouvernance après une levée de fonds, notamment en ce qui concerne le reporting ?

Certaines exigences sont systématiquement prévues dans le pacte d'actionnaires. À minima, nous demandons un conseil d'administration trimestriel. Cela permet de disposer non seulement de résultats financiers réguliers, mais surtout d'une vision prospective : cash-flow planning, runway, cash burn. Ces indicateurs sont essentiels tant qu'une start-up n'a pas encore atteint le break-even. Une fois ce seuil franchi, l'entreprise cesse de brûler du cash et peut envisager sa trajectoire différemment. Mais atteindre l'équilibre financier implique souvent de limiter les dépenses, ce qui réduit la capacité d'investissement dans la croissance (marketing, commercial, etc.).

Or, pour un investisseur financier, la logique est différente : il entre au capital à une certaine valorisation et doit envisager un rendement cible à terme. Cela suppose que la société continue d'investir dans sa croissance pour justifier la création de valeur attendue.

13. Comment envisagez-vous la question du reporting avec les fondateurs après une levée de fonds ?

Le reporting se construit ensemble. En règle générale, il est souhaitable d'organiser une réunion au minimum chaque trimestre, afin d'assurer un suivi régulier.

Toutefois, cela dépend aussi de l'actualité de l'entreprise. Par exemple, lorsqu'une start-up prépare une acquisition externe, cela nécessite une implication plus soutenue du conseil d'administration, avec des réunions plus rapprochées et plus techniques. Dans ce cas, il faut approfondir les discussions, notamment sur le montage financier de l'opération, car il s'agit d'un enjeu majeur pour une jeune société.

14. Comment gérez-vous la question de la distribution des dividendes dans les start-up de votre portefeuille ?

Dans une start-up, la distribution de dividendes est extrêmement rare. Par définition, une start-up est une entreprise à forte croissance, qui doit investir dans son produit et financer son développement. Lever des fonds sert à accélérer la croissance, pas à distribuer des dividendes.

S'il s'agissait de rechercher des dividendes réguliers, nous préfererions placer notre trésorerie dans des investissements financiers plus sûrs, même avec un rendement moindre.

Pour qu'une start-up puisse distribuer des dividendes, il faudrait qu'elle soit largement au-dessus du break-even, qu'elle continue à investir dans sa croissance et qu'elle dispose malgré tout d'un résultat reporté suffisant. Or, dans la plupart des cas, les start-up accumulent des pertes durant leurs premières années, compensées par des augmentations de capital. Comptablement, ces pertes sont inscrites en résultats reportés négatifs, ce qui empêche toute distribution avant d'avoir retrouvé une rentabilité durable.

En pratique, seules des entreprises plus matures, avec des revenus récurrents et une rentabilité avérée, entrent dans cette logique. Personnellement, je peux dire que je ne suis pas arrivé souvent à cette étape-là.

**15. Insérez-vous des clauses de liquidation préférentielle dans les pactes d'actionnaires ?
Quelle est votre pratique pour ce type de clauses ?**

Oui, ces clauses participent à un bon équilibre et traduisent l'alignement des intérêts entre investisseurs et fondateurs. Lorsqu'un investisseur financier entre dans une société, il reconnaît une certaine valorisation. Par exemple, un fondateur peut avoir constitué sa société avec un capital de 62.500 €, mais défendre une valorisation d'1 million €. L'investisseur qui injecte ce montant obtient alors 50 % du capital. La clause de liquidation préférentielle permet de sécuriser cet investissement initial : en cas de cession, changement de contrôle ou revente, l'investisseur doit récupérer en priorité l'intégralité de son apport.

Cette clause agit donc comme un miroir de la valorisation de départ. La valeur de l'entreprise évoluera au gré des tours de financement et de l'entrée de nouveaux investisseurs, mais la liquidation préférentielle garantit que le remboursement s'opère d'abord sur le cash investi et non proportionnellement aux parts.

Dans la pratique, lors des augmentations de capital successives, il arrive qu'une partie des investisseurs ne suive plus son prorata, tandis que d'autres acceptent de sur-souscrire. Ceux-ci prennent alors un risque financier accru, puisqu'ils apportent davantage de fonds que leur quote-part initiale. Par exemple, un investisseur détenant 10 % du capital, censé investir 100 000 € sur un tour d'1 million €, peut décider d'apporter 200 000 € pour compenser l'absence d'un autre actionnaire. Dans ce cas, il est légitime qu'il exige que ce montant additionnel bénéficie d'une protection renforcée : en cas de sortie, il souhaite que cette mise supplémentaire soit remboursée en priorité, avant le reste de sa participation.

16. Utilisez-vous des multiples dans ces clauses ?

Oui, cela peut arriver. Tout dépend du contexte. Lorsqu'une société est en difficulté ou en retard par rapport à ses objectifs, il faut parfois motiver les investisseurs à suivre. Dans ce cas, on peut assortir la clause d'un multiple : les investisseurs qui apportent des fonds supplémentaires sont alors rémunérés en priorité et peuvent obtenir deux ou trois fois leur mise. Cela pénalise fortement ceux qui ne participent pas au financement.

17. Plus largement, comment abordez-vous la complexité de ces mécanismes contractuels ?

Il existe de nombreux outils : clauses de relution ou de dilution (notamment en cas de départ de fondateurs), mécanismes de put et de call, etc. Mais un pacte d'actionnaires reste avant tout comme un contrat de mariage : il ne peut pas tout prévoir. À vouloir tout encadrer, on risque de produire des conventions kilométriques et inutilisables. Dans la pratique, un pacte clair et relativement simple, complété par un dialogue constant entre parties, s'avère souvent bien plus efficace.

18. Et employez-vous des multiples ?

On peut, oui, cela dépend du contexte. Quand il faut motiver des investisseurs à subvenir aux besoins de la société dans des moments compliqués, ce qui arrive fréquemment, car la réalité est rarement conforme aux prévisions, on utilise parfois ce mécanisme. Souvent, la société est en retard, les résultats ne sont pas à la hauteur des attentes, et il faut trouver un moyen d'inciter les actionnaires à suivre.

Dans ce cas, on peut prévoir que ceux qui remettent de l'argent seront non seulement rémunérés en priorité, mais également deux ou trois fois le montant de leur apport. Autant dire que ceux qui ne participent pas sont fortement pénalisés.

Au-delà de cela, il existe d'autres instruments : des clauses de relution ou de dilution, notamment vis-à-vis du départ des fondateurs, ainsi que des mécanismes de type put ou call. Toute une série de dispositifs peuvent être mis en place. Mais, comme pour un contrat de mariage, on ne peut pas tout prévoir. Il est donc préférable de rester simple, car même si des avocats peuvent rédiger des conventions très longues et complexes, dans la pratique, une bonne discussion s'avère souvent plus efficace que des pactes excessivement détaillés.

19. Quelle est votre pratique en matière de clauses anti-dilution ? Et au niveau des clauses anti-dilution, vous en utilisez également ?

Oui, c'est un mécanisme que nous utilisons aussi. Il sert à corriger une éventuelle surévaluation de la société reconnue au moment de l'investissement. En effet, si l'on est intervenu à une certaine valorisation et qu'ensuite, lors d'une augmentation de capital successive, de nouveaux investisseurs entrent à une valeur inférieure, cela crée un déséquilibre.

Pour y remédier, on peut prévoir une clause anti-dilution. Elle permet de compenser cette différence, par exemple via l'émission de warrants, de parts bénéficiaires ou d'autres instruments. L'idée est d'ajuster la valeur afin de maintenir un certain équilibre entre les investisseurs.

20. Comment utilisez-vous les clauses de leaver dans vos pactes d'actionnaires ? Donnent-elles souvent lieu à des négociations ? Dans quelle mesure protègent-elles l'investisseur et le fondateur ?

Dans la pratique, ces clauses protègent relativement peu. Lorsqu'on investit dans une société, on investit avant tout dans une équipe. S'il n'y a pas de confiance, il est illusoire de vouloir « attacher » les fondateurs avec des menottes contractuelles.

La clause de bad leaver a été pensée à l'origine pour couvrir les cas de fautes graves : détournement de fonds, conflits d'intérêts, départ prématuré pour une autre activité, etc. L'idée est simple : l'investisseur met des moyens financiers à disposition d'une équipe pour créer de la valeur. En contrepartie, les managers doivent être pleinement engagés dans le projet. Si ce n'est pas le cas et qu'ils commettent une faute grave, il est logique qu'ils soient sanctionnés.

La sanction consiste généralement à considérer que leurs actions perdent toute valeur. Autrement dit, non seulement ils quittent la société, mais en plus, ils perdent leurs titres. Cela reflète la gravité de la rupture de confiance, d'autant plus que les investisseurs ne sont pas dans le management au quotidien : ils dépendent entièrement de la fiabilité des dirigeants.

21. Quelles bonnes pratiques recommanderiez-vous à un fondateur qui construit sa première relation avec un investisseur en capital-risque ? Quelles protections semblent les plus importantes à négocier ?

La première bonne pratique, c'est de bien se connaître soi-même. Un fondateur doit savoir clairement quels sont ses points forts et ses limites dans la création de valeur. Il ne doit pas se

considérer comme « vissé à vie » à la tête de sa société : il arrive qu'il soit préférable pour tout le monde qu'il fasse un pas de côté. On observe par exemple des CEO fondateurs qui, dans des sociétés technologiques, évoluent ensuite vers un rôle de CTO, plus en lien avec leur expertise technique et la roadmap produit, laissant la gestion quotidienne et la responsabilité managériale à d'autres profils plus adaptés.

Le fondateur doit donc être capable de s'ouvrir à cette perspective : reconnaître que partager le pouvoir ne signifie pas perdre le contrôle, mais construire un projet commun. L'objectif central doit rester la création de valeur. Ce n'est ni le fondateur ni l'investisseur seul qui en est responsable : c'est l'entreprise, en tant qu'entité, qui doit évoluer.

De son côté, l'investisseur doit aussi évaluer la meilleure façon de contribuer en fonction de ses propres forces et limites. Par exemple, un fonds d'amorçage ou de seed comme le nôtre interviendra aux premiers stades (pré-seed, seed, parfois série A en life sciences), mais ne suivra pas la société jusqu'aux séries B ou C, où les besoins en capitaux (10 millions et plus) relèvent du private equity.

En résumé, la bonne pratique pour le fondateur est de comprendre la logique des investisseurs auxquels il s'adresse, d'évaluer jusqu'où ils pourront l'accompagner, et de trouver un équilibre où chacun occupe la place qui maximise la création de valeur.

H.- ANNEXE 8 : INTERVIEW DE MONSIEUR LEOPOLD COLSON, INVESTMENT MANAGER CHEZ WALLONIE ENTREPRENDRE

1. Est-ce que vous pouvez brièvement vous présenter, ainsi que le fonds dans lequel vous travaillez et votre rôle au sein de celui-ci ?

Je m'appelle Leopold Colson, je suis Investment Manager chez Wallonie Entreprendre, qui est un outil économique public de la Région wallonne. Juridiquement, il s'agit d'une société anonyme dont l'actionnaire principal est la Région wallonne, à hauteur de 99,9 %. Il existe bien un petit pourcentage détenu ailleurs, mais cela reste anecdotique. Ce caractère public est important à souligner, car il nous distingue des fonds à capitaux privés et implique une approche différente dans notre manière d'investir et d'accompagner les entreprises.

Wallonie Entreprendre est née de la fusion de trois anciens instruments financiers régionaux : la Sowalfin, qui s'occupait principalement de prêts, de garanties et d'accompagnement des PME ; Sogepa, qui intervenait surtout auprès d'entreprises en difficulté ; et la SRIW, active dans le financement plus généraliste et dans les grandes participations. Cette fusion, intervenue il y a un peu plus de deux ans, a permis de rassembler ces expertises complémentaires au sein d'un seul acteur.

En tant qu'Investment Manager, mon rôle consiste à analyser, structurer et défendre les dossiers d'investissement, puis à négocier les conditions de financement. Une fois le financement accordé, notamment lorsqu'il s'agit d'investissements en capital, nous suivons l'entreprise en siégeant au conseil d'administration, soit comme administrateur, soit comme observateur, afin d'accompagner son évolution jusqu'à la sortie ou la revente de notre participation.

2. Et vous, personnellement, vous avez été impliqué dans beaucoup d'investissements dans des start-ups ? Quel est votre rôle au sein de Wallonie Entreprendre dans ce cadre ?

Aujourd'hui, je suis impliqué directement dans une quinzaine de start-ups, au sein desquelles j'occupe un siège au conseil d'administration. Cela signifie qu'il y a eu un financement préalable de Wallonie Entreprendre et que je participe activement au suivi de ces sociétés.

Par ailleurs, je représente également Wallonie Entreprendre dans différents fonds d'investissement, car nous avons aussi une stratégie dite de "fonds de fonds". Concrètement, cela signifie que, dans certains cas, nous n'investissons pas seulement directement dans les entreprises, mais aussi dans des fonds spécialisés. Ensuite, nous suivons leurs investissements. À titre d'exemple, je représente Wallonie Entreprendre au sein de fonds comme IMBC, Lean Square, Digital Attraction, entre autres. Cela me permet d'avoir une vision élargie de l'écosystème et de suivre, au-delà de mes dossiers directs, un grand nombre de start-ups financées dans la région.

3. Pensez-vous que le droit belge offre un cadre équilibré entre les intérêts des fondateurs et ceux des investisseurs dans les start-ups ?

Je ne suis pas juriste, je suis financier, donc je vais aborder la question selon mon point de vue. À mon sens, oui, le cadre belge est globalement équilibré. Mais ce n'est pas le droit en lui-

même qui règle toutes les situations : ce sont surtout les documents contractuels, en particulier le pacte d'actionnaires et la convention de prestations de services du CEO.

Il est important de bien distinguer les rôles. Les actionnaires sont d'un côté, les administrateurs de la société de l'autre, et enfin, le CEO, en tant qu'administrateur délégué, dirige avec son comité de direction. Chacun a une responsabilité spécifique, clairement définie par des engagements contractuels. Le pacte d'actionnaires formalise ces engagements et établit des règles communes acceptées à la fois par les investisseurs et par les fondateurs.

En ce qui nous concerne, comme fonds public, notre objectif ne se limite pas à la rentabilité financière. Nous visons aussi un impact économique sur la Wallonie et le développement des entrepreneurs locaux. Nous avons donc une dimension sociétale dans notre approche, ce qui nous distingue des fonds purement privés. Ces derniers, sans caricaturer, sont souvent plus stricts et plus centrés sur le profit, notamment en ce qui concerne certaines clauses.

4. Vous pensez à quelles conditions qui peuvent être plus strictes si le fondateur reçoit un investissement d'un fonds privé ?

Les fonds privés sont souvent plus stricts sur les conditions de respect du business plan, sur les clauses de bad leaver ou encore sur les clauses de sortie conjointe. Nous appliquons évidemment un certain degré de cadrage et de rigueur dans nos relations avec les fondateurs, mais, en tant que fonds public, nous avons tendance à être un peu plus accommodants que certains fonds privés.

5. Le pacte d'actionnaires, vous le voyez plutôt comme un outil de protection, de gouvernance ou de contrôle ? Quelle est votre vision générale ?

Pour moi, un pacte d'actionnaires comporte toujours deux grandes dimensions. La première concerne la gouvernance, c'est-à-dire le fonctionnement du conseil d'administration, qui est l'organe le plus actif et le plus central. Il fait le lien entre la direction et les actionnaires et joue donc un rôle clé dans la vie de l'entreprise. La seconde dimension concerne la relation entre actionnaires, notamment en ce qui touche aux échanges de parts et à la gestion des transactions liées aux actions. Cette partie permet de définir des mécanismes de contrôle et d'organisation, afin d'éviter les blocages et de sécuriser les relations entre associés.

La gouvernance traite davantage des processus de décision et des responsabilités, tandis que la partie actionnariale touche directement aux enjeux financiers. Une action a une valeur monétaire, et dans un modèle capitaliste, cela a forcément un poids important.

6. Comment utilisez-vous la structure en classes d'actions dans vos investissements ?

Nous recourons assez souvent aux classes d'actions pour distinguer les fondateurs historiques de certains types d'investisseurs et pour attribuer des droits ou des responsabilités spécifiques. Par exemple, une clause de bad leaver est généralement associée aux actionnaires actifs, souvent les fondateurs, et rattachée à une classe d'actions particulière. Autre exemple : certains investisseurs, comme les fonds de capital-risque, peuvent obtenir des droits de souscription préférentiels, ce qui justifie également la création d'une classe distincte.

La législation belge, notamment avec la SRL (qui a remplacé la SPRL), offre aujourd'hui beaucoup plus de flexibilité qu'auparavant pour organiser les droits et obligations liés aux

actions. Cela permet de créer de la clarté et d'adapter les droits de vote, les droits aux dividendes ou d'autres prérogatives selon les besoins. En pratique, toutefois, il reste assez rare d'aller très loin dans cette différenciation.

L'essentiel, surtout dans une start-up, est que tous les actionnaires restent alignés dans l'intérêt de la société. L'objectif principal doit toujours être de faire grandir l'entreprise.

7. Est-ce que vous observez des différences notables entre les pratiques belges du capital-risque et celles d'autres pays, comme les États-Unis, le Royaume-Uni ou la France ?

D'après mon expérience, les pratiques sont globalement assez proches en Europe. Je peux citer un exemple très concret : il y a à peine un mois, j'ai participé à un financement aux côtés de deux fonds de capital-risque français, et les pratiques étaient très similaires aux nôtres.

On observe toutefois des différences selon les régions du monde. Les pays anglo-saxons, comme le Royaume-Uni et les États-Unis, sont généralement plus stricts dans leurs conditions et leur approche contractuelle. À l'inverse, les pays d'Europe centrale sont plutôt bien alignés avec la Belgique, même si chacun conserve ses petites particularités. Mais dans l'ensemble, il n'y a pas de différences majeures ni de changements fondamentaux.

Un point important à rappeler, c'est que lorsqu'un investisseur étranger participe au financement d'une start-up belge, il doit se conformer au droit belge. Le pacte d'actionnaires est toujours rédigé sur cette base et doit respecter la législation locale. Cela garantit une certaine uniformité.

En résumé, les différences existent surtout dans les pratiques anglo-saxonnes, qui sont plus rigoureuses. En revanche, avec la France ou les pays voisins, les écarts restent très faibles.

8. Selon vous, comment la gouvernance des start-ups belges évolue-t-elle après l'entrée d'un premier fonds d'investissement ? Quelles sont les principales transformations mises en place ?

Lorsqu'une start-up est encore uniquement entre les mains des fondateurs, il n'y a généralement pas de véritable besoin de structuration formelle. Les actionnaires, les dirigeants et les administrateurs sont souvent les mêmes personnes, ce qui entraîne une certaine mixité des rôles et parfois même un mélange entre les responsabilités.

L'arrivée d'un fonds extérieur change la donne. Le fonds prend la casquette d'actionnaire et désigne l'un de ses collaborateurs comme administrateur représentant. Ce dernier a un rôle précis et contribue à structurer la gouvernance, notamment à travers l'organisation des conseils d'administration, la mise en place de budgets, le suivi du respect des règles et la création d'un cadre clair. Il est important de rappeler que tout administrateur engage aussi sa responsabilité personnelle. Même en tant que représentant d'un fonds public, je suis personnellement responsable de certains aspects de la société, par exemple en matière de droit social. Nous veillons donc à ce que toutes les obligations légales et de sécurité soient respectées.

L'entrée d'un fonds permet ainsi de professionnaliser la gouvernance. Concrètement, cela se traduit par la mise en place d'organes clairs, de mécanismes de reporting réguliers basés sur des KPI, et d'une relation structurée entre le management et le conseil d'administration. Le

management doit fournir des informations fiables et régulières, tandis que le conseil valide les comptes annuels et les présente ensuite à l'assemblée générale.

9. Quel est, selon vous, le rôle optimal d'un fondateur après l'entrée d'un fonds de capital-risque (VC) ?

Le rôle du fondateur ne disparaît pas après l'arrivée d'un investisseur en capital-risque, mais il évolue. Avant, il cumulait souvent toutes les casquettes : leader, dirigeant, manager, actionnaire. Une fois qu'un VC entre au capital, ce rôle doit s'adapter. Il faut bien comprendre que les investisseurs n'interviennent pas dans les opérations quotidiennes de la start-up. Nous ne gérons pas les équipes au jour le jour. En revanche, nous contribuons à professionnaliser la gouvernance. Le fondateur doit donc, lui aussi, élever son niveau et intégrer cette nouvelle dimension dans son rôle.

L'arrivée d'un fonds signifie qu'il y a désormais davantage de moyens financiers et donc une ambition de croissance accrue. Le fondateur doit accompagner ce mouvement en structurant l'entreprise, en mettant en place des processus plus solides et en apprenant à déléguer, notamment à un middle management. En réalité, son rôle évolue moins à cause de la présence d'un investisseur que du fait de l'argent injecté et de la croissance qui s'ensuit. Ce sont ces facteurs qui imposent une professionnalisation de la gestion et de la gouvernance.

10. Est-ce que vous avez déjà connu des désalignements entre fondateurs et votre fonds ? De quel type et comment les avez-vous gérés ?

Bien sûr, cela arrive. C'est tout le côté humain de la relation. Cela passe par de l'écoute, de la discussion et surtout par la compréhension mutuelle : pourquoi le fondateur a un avis, pourquoi nous en avons un autre.

L'important est de toujours garder l'alignement autour d'une idée centrale : le bien de l'entreprise. Le rôle du conseil d'administration est précisément de veiller à cela. Il ne doit pas défendre les intérêts particuliers des actionnaires, mais prendre les décisions qui servent avant tout l'entreprise. C'est vraiment primordial.

Il faut aussi garder à l'esprit que, pour un fondateur, sa start-up est son "bébé". C'est quelque chose qu'il a créé, qui fait partie de sa vie. En tant qu'investisseurs, nous devons respecter cela. Si nous avons financé l'entreprise, c'est parce que nous avons fait confiance au fondateur, et il faut rester cohérent avec ce choix.

Évidemment, il y a des discussions, car nous ne sommes jamais parfaitement alignés. Mais tant que l'objectif final est clair et partagé, les divergences sur les moyens pour y parvenir ne sont pas problématiques. L'essentiel est que tout le monde souhaite aller dans la même direction.

Un autre point essentiel est de définir dès le départ une stratégie globale commune. Où veut-on aller ? Quel niveau de croissance vise-t-on : 10 %, 20 %, 50 %, 100 % ? C'est cette vision de long terme qui permet de cadrer les débats. Ensuite, on peut se challenger et discuter des moyens pour atteindre ces objectifs, même si les avis divergent. L'important est que la destination finale soit la même.

11. Avez-vous déjà été confronté à une situation d'éviction ou de départ forcé d'un fondateur ? Et dans quel contexte cela s'est-il produit ?

Oui, cela nous est arrivé. Nous avons eu un cas où les fondateurs, qui étaient également CEO, ont dû quitter leur rôle opérationnel. Ils sont restés administrateurs au sein du conseil, mais nous avons décidé de les remplacer à la direction.

C'était un contexte compliqué, comme c'est souvent le cas dans ce type de situation. Forcément, cela crée une cassure, une perte de confiance et même une rupture relationnelle. Dans ce cas précis, il y avait l'intervention d'un fonds étranger, un fonds de private equity qui devait devenir majoritaire dans l'entreprise. C'est ce fonds qui a imposé le départ des deux fondateurs en tant que CEO.

Nous étions alignés sur cette décision, car il y avait un vrai besoin de renouveau dans la direction. Mais cela a entraîné un climat de tension, y compris au sein du conseil d'administration, ce qui a complexifié la gouvernance. Les tensions restent d'ailleurs présentes. Avec un actionnaire majoritaire, les décisions peuvent être imposées, et les fondateurs, bien qu'ayant perdu la direction, continuent de défendre leurs intérêts autant que possible.

12. Comment percevez-vous l'évolution de la performance lorsqu'une start-up passe d'un leadership fondateur à une gouvernance plus professionnelle après l'entrée d'un fonds ? Observez-vous une amélioration notable ?

Je ne dirais pas que la performance s'améliore uniquement grâce à la gouvernance. Ce qui joue d'abord un rôle clé, ce sont les moyens financiers injectés. Quand un investisseur intervient, il apporte des montants importants, de 100 000 à parfois 10 millions d'euros, et c'est cela qui permet à l'entreprise de franchir un cap. Ensuite, une entreprise doit être vue comme un ensemble de piliers qui évoluent en parallèle : le pilier financier, le pilier recherche et innovation, le pilier marketing et commercial, le pilier technologique et produit, mais aussi le pilier gouvernance. Tous ces éléments doivent progresser ensemble.

S'il existe un déséquilibre, par exemple une gouvernance défaillante alors que les autres aspects fonctionnent bien, cela finit par fragiliser l'entreprise. À l'inverse, améliorer uniquement la gouvernance sans renforcer les autres piliers n'a pas beaucoup d'impact.

Ce qui compte, c'est la progression globale et la maturité de l'ensemble de l'organisation. La gouvernance fait partie des leviers essentiels, mais elle n'est qu'un élément parmi d'autres qui, ensemble, conditionnent la performance.

13. Avez-vous des exigences minimales en matière de gouvernance après une levée de fonds ?

Oui, bien sûr. La première exigence, c'est la structuration du conseil d'administration. Celui-ci doit se réunir régulièrement, idéalement trois à quatre fois par an, et fonctionner de manière organisée. Cela signifie que les discussions doivent se baser sur des éléments concrets, objectifs et préparés à l'avance. Nous devons recevoir les documents suffisamment tôt pour pouvoir les analyser, et les points présentés doivent être clairs et utiles au pilotage de l'entreprise.

Ensuite, nous sommes attentifs à la bonne gestion administrative et juridique de la société. Cela concerne le respect des obligations sociales, les processus clients, l'acquisition, ainsi que la bonne tenue des contrats. Les fonds de venture capital accordent beaucoup d'importance à ces aspects, car ce sont des sources de risques importantes. C'est pourquoi, avant tout

investissement, nous réalisons toujours une due diligence approfondie, à la fois comptable, financière et contractuelle.

La due diligence comptable permet de vérifier la fiabilité des comptes et l'absence d'anomalies. La due diligence financière se concentre sur la situation de trésorerie, les crédits et la solidité économique. Enfin, la due diligence contractuelle et sociale est particulièrement cruciale pour les start-ups : elle vise notamment à vérifier que la propriété intellectuelle est bien détenue par la société. Cela concerne par exemple le travail de développeurs freelances : il faut s'assurer qu'il existe bien une clause de cession des droits d'auteur, sans quoi le code ou la technologie pourrait ne pas appartenir légalement à l'entreprise.

Ces exigences vont au-delà de la seule gouvernance : elles relèvent plus largement du professionnalisme global de la start-up, qui doit se renforcer à mesure qu'elle grandit.

14. Et au niveau du reporting, utilisez-vous des KPIs spécifiques ? Comment abordez-vous cette question avec les fondateurs ?

On propose toujours un reporting, mais chaque start-up et chaque business model a ses propres KPIs. Ce n'est donc jamais les mêmes indicateurs. Dans les grands modèles, par exemple les SaaS, il existe un certain nombre de KPIs communs. Dans le cas du hardware, on va plutôt regarder la gestion des stocks. Cela dépend vraiment du business model.

L'objectif est d'avoir un ensemble de KPIs suivis régulièrement, afin de pouvoir évaluer leur évolution dans le temps. On se base rarement uniquement sur des données comptables. Dans certains cas, on le fait, mais dans une start-up, l'important reste surtout les KPIs marketing, commerciaux, ou encore le cash burn.

15. Comment gérez-vous la question de la distribution des dividendes dans les start-ups de votre portefeuille ?

Dans les start-ups, il y a assez rarement des dividendes. Cela n'apparaît que lorsque l'entreprise a déjà atteint une certaine taille. Une start-up va en effet toujours privilégier la réinjection de ses bénéfices dans son développement, c'est même ce qui définit une start-up : son objectif est de croître, pas de distribuer des dividendes aux actionnaires.

Les investisseurs, qu'il s'agisse de vous ou de nous, ne recherchent pas le rendement via des dividendes, mais plutôt la plus-value sur l'action. L'idée est donc de maximiser la création de valeur dans la start-up, plutôt que de sortir un petit rendement à court terme.

16. Quel rôle accordez-vous aux clauses de liquidation préférentielles dans vos pactes ?

Les clauses de liquidation préférentielles sont centrales dans nos pactes. Elles constituent une protection essentielle de notre investissement. Il existe différents types de clauses préférentielles, mais nous intégrons presque toujours une liquidation préférentielle déficitaire. Par exemple, si nous investissons sur une valorisation de 10 millions et que, trois ans plus tard, la société ne vaut plus que 5 millions, l'idée est que nous soyons remboursés en priorité avant les fondateurs, qui eux n'ont pas apporté de capitaux.

Lorsqu'une liquidation est profitable, on applique plutôt la logique proportionnelle, via le mécanisme de « waterfall ». Concrètement, nous récupérons d'abord notre mise, puis le surplus est redistribué entre tous les actionnaires.

17. Et concernant les clauses anti-dilution, comment les utilisez-vous ?

Les clauses anti-dilution sont plus spécifiques et dépendent fortement de chaque situation. Elles prennent surtout leur sens si l'entreprise doit lever rapidement beaucoup plus de fonds. C'est une protection utile, mais qui peut parfois créer un désalignement entre actionnaires.

À l'inverse, les clauses de liquidation préférentielle déficitaire sont moins problématiques, puisqu'elles reposent sur un principe simple : nous avons investi de l'argent, il est donc normal de nous protéger. Les clauses anti-dilution, elles, sont plus délicates. Il arrive même que nous en introduisions pour les fondateurs, car il ne faut pas oublier que notre priorité reste de les maintenir engagés dans le développement de leur start-up.

18. Et au niveau des clauses de « leaver » ?

Ces clauses concernent exclusivement les fondateurs, en particulier ceux qui sont actifs dans le management de la société. Elles sont très importantes, car elles permettent d'anticiper des situations qui pourraient mettre l'entreprise en danger.

Je donne souvent un exemple un peu caricatural : si un fondateur décide du jour au lendemain de partir vivre aux Caraïbes, ses actions resteraient bloquées dans la société, ce qui pourrait peser lourdement sur sa gouvernance et sa stabilité. Les clauses de leaver assurent qu'il existe un mécanisme de liquidité pour ces actions.

En cas de « good leaver », le départ se fait dans de bonnes conditions, et le rachat des actions peut se dérouler de manière relativement fluide. En revanche, en cas de « bad leaver », le départ est plus conflictuel, et c'est justement pour éviter des négociations tendues à ce moment-là qu'il est essentiel d'avoir prévu, dès le départ, le mécanisme de rachat ainsi que le prix. Cela permet de désamorcer les crises avant qu'elles n'éclatent.

19. Est-ce que vous avez déjà eu des cas de litiges judiciaires ?

Personnellement, je n'ai pas d'exemple précis en tête. C'est quelque chose d'assez rare. Bien sûr, cela peut arriver, mais dans notre expérience, ce type de situation reste exceptionnel.

20. Quelles bonnes pratiques recommanderiez-vous aux fondateurs pour construire une relation saine et efficace avec un fonds de capital-risque ?

La première, c'est d'être transparent. La deuxième, c'est de bien aligner les visions sur la société et sur la direction que l'on veut lui donner. Enfin, il est essentiel de comprendre les attentes d'un fonds d'investissement et son fonctionnement, afin de trouver le bon équilibre entre la protection des fondateurs et les exigences du fonds. Il ne faut pas rester enfermé dans une logique du type « c'est ma boîte, je n'écoute rien », mais au contraire chercher le bon alignement pour avancer ensemble.

Il faut aussi ne pas oublier qu'il existe plusieurs types d'investisseurs. D'un côté, les business angels, qui interviennent très tôt avec une approche particulière. Ensuite, les fonds de capital-risque, qui prennent des participations pour accompagner la croissance. Parmi eux, on trouve des fonds publics et des fonds privés, et à l'intérieur même de ces fonds privés, différentes sous-catégories. Enfin, viennent les fonds de private equity, qui interviennent plus tard dans le cycle de vie des entreprises, souvent en devenant majoritaires. Enfin, il y a toute une série aussi de dynamiques liées aux aspects financiers, qui est aussi important à prendre en compte.

21. Et quelles bonnes pratiques recommanderiez-vous à des investisseurs en capital-risque ? Par exemple, à un VC qui investirait pour la première fois dans une startup ?

Je dirais que c'est assez similaire : il faut être aligné avec les fondateurs et prendre le temps de bien comprendre leur vision, leur parcours et leur réalité. Il faut garder à l'esprit qu'une startup, c'est leur bébé, c'est leur vie, alors que pour un investisseur, cela reste un projet parmi d'autres. Cette différence de perception est fondamentale.

Une difficulté importante pour un fondateur, c'est la multiplicité des rôles qu'il occupe : il peut être à la fois CEO, administrateur et actionnaire. Même si ces trois casquettes sont portées par la même personne, elles impliquent des responsabilités très différentes. Cela peut créer des confusions et compliquer la gouvernance. Ce triptyque CEO - administrateur - actionnaire doit être bien compris et intégré. Dans les grandes structures, ces rôles sont répartis entre plusieurs personnes, ce qui simplifie les choses.