Les Cahiers techniques DFCG

Le partage de tous les savoirs

ISSN : 1950-0033 – ISBN : 979-10-92310-03-0 - 20€ - N° 12 - Novembre 2014

L'ouverture du capital des PME :
Mode d'emploi pour de nouvelles perspectives de développement

Comité Scientifique by DFCG

Les Cahiers techniques DFCG

Le partage de tous les savoirs

L'ouverture du capital des PME : Mode d'emploi pour de nouvelles perspectives de développement

DFCG

ASSOCIATION NATIONALE
DES DIRECTEURS FINANCIERS
ET DE CONTRÔLE DE GESTION

LA DFCG, L'ASSOCIATION DES PROFESSIONNELS FINANCE-GESTION

ASSOCIATION NATIONALE
DES DIRECTEURS FINANCIERS
ET DE CONTRÔLE DE GESTION

n°1
des associations
des professionnels
finances-gestion

3 200
membres

1 700
sociétés
représentant
1/3 du PIB
de la France

50
ans
d'existence

EN 50 ANS, LA DFCG EST DEVENUE UN RÉFÉRENT DANS LA SPHÈRE FINANCIÈRE

En 1964 a été créée l'ANCG, l'Association Nationale des Conseillers et Contrôleurs de Gestion. Après quelques années d'existence marquées par un fort développement du métier de "contrôleur" et le lancement de l'Association Internationale (IAFEI), elle a décidé d'adopter le nom d'Association Nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion dont le sigle est DFCG.

Aujourd'hui, la DFCG est une association de professionnels - Directeurs Financiers et/ou Directeurs de Contrôle de Gestion - d'entreprises privées ou publiques. Des enseignants et des conseils d'entreprises dans les domaines de la gestion, des finances et des systèmes d'information en sont également membres. Elle accueille les jeunes professionnels se destinant au plus haut niveau de la profession au sein du club DFCG Avenir.

LA DIFFÉRENCE COMME SOURCE D'ENRICHISSEMENT

L'Association compte quelques 3 200 membres répartis dans tous les secteurs économiques et géographiques du pays. La DFCG regroupe toutes les tailles d'entreprises, depuis la PME jusqu'aux grands groupes internationaux. À l'image du tissu économique français, une forte proportion de PME et ETI est représentée par ses directeurs administratifs et financiers ou directeurs finance-gestion. Cette diversité est une formidable source d'échange d'expériences et d'enrichissement des débats.

EXCELLER DANS NOS MISSIONS

- **ENRICHIR** professionnellement ses membres, par l'échange d'idées et d'expériences, dans le cadre de manifestations et de formations, par la publication de sa revue Finance&Gestion et du blog Vox Fi, par les travaux de son Comité Scientifique.
- **OUVRIR** à chaque membre la richesse du réseau DFCG, structuré en groupes régionaux et en groupes sectoriels pour plus de proximité.
- **INTERNATIONALISER** nos contacts avec les associations similaires à l'étranger, notamment au sein de l'International Association of Financial Executives Institutes (IAFEI).
- **INTERVENIR** sur les problématiques comptables et financières en concertation étroite avec les associations professionnelles de la finance telles que l'APDC (Association des Professionnels et Directeurs Comptabilité et Gestion), l'AFIGESE (Association Finance - Gestion - Évaluation des Collectivités Territoriales), l'AFDCC (Association des Crédit Managers), l'AFTE (Association Française des Trésoriers d'Entreprise), l'IFACI (Institut Français de l'Audit et du Contrôle Internes), l'AMRAE (Association pour le Management des Risques et des Assurances de l'Entreprise), l'IFA (Institut Français des Administrateurs), EOA (European Outsourcing Association).
- **SUSCITER** la réflexion et le travail en commun pour faire émerger des pôles d'expertise, permettant à la DFCG d'être un acteur de référence dans le débat économique et financier.
- **ACCUEILLIR** ses membres dans un espace de convivialité, dans un réseau professionnel et solidaire. C'est également la possibilité d'intégrer plus rapidement la communauté financière et de progresser dans son quotidien avec une attention particulière portée sur la gestion de carrière.
- **ÉCHANGER** des expertises métiers complémentaires dans le cadre de la Maison de la Finance. Cette « Maison de la Finance », regroupant l'AFDCC, l'APDC et la DFCG, est une première initiative dans le monde associatif professionnel et permet, dès à présent, à tous les collaborateurs des services financiers des entreprises de se retrouver sous un même toit avec une panoplie complète de services et conseils pour les accompagner au quotidien dans le développement de leurs compétences : formations, ressources documentaires, événements, groupes de travail, commissions métier.

PRÉSENTATION DU COMITÉ SCIENTIFIQUE

QUATRE MISSIONS ESSENTIELLES

Comité Scientifique by DFCG

Créé en 2008, le Comité Scientifique poursuit quatre missions essentielles :

- **RASSEMBLER** l'ensemble des compétences de la DFCG dans les domaines techniques d'intérêt pour les directeurs financiers et de contrôle de gestion,
- **FAIRE VIVRE** le volet « intellectuel » de l'Association,
- **COMMUNIQUER** auprès des médias sur des problématiques touchant nos professions,
- **DONNER UN AVIS QUALIFIÉ** sur des projets de textes législatifs ou réglementaires et leur application.

SEPT COMMISSIONS THÉMATIQUES

Chaque commission est co-présidée par un directeur financier et par un expert de premier plan et coordonne les travaux des groupes de travail qui lui sont rattachés :

- **COMMISSION CONTRÔLE DE GESTION ET AIDE À LA DÉCISION**, présidée par Olivier Stephan et Frédéric Doche ;
- **COMMISSION SYSTÈMES D'INFORMATION & SYSTÈMES D'AIDE À LA DÉCISION**, présidée par Denis Molho et Jean de Sigy ;
- **COMMISSION CORPORATE FINANCE**, présidée par Christian Nouvion ;
- **COMMISSION GOUVERNANCE**, présidée par Guillaume Lebeau ;
- **COMMISSION MAÎTRISE DES RISQUES ET CONTRÔLE INTERNE**, présidée par Florence Giot et Marc Duchevet ;
- **COMMISSION NORMES COMPTABLES**, présidée par Éric Ropert et Emmanuelle Cordano ;
- **COMMISSION FISCALITÉ D'ENTREPRISE**, présidée par Gianmarco Monsellato et Romain Grau.

Les travaux des groupes de travail peuvent concerner des thèmes d'actualité, une réflexion, la technique ou une vision prospective. Ils sont ensuite restitués sous forme de publications (articles ou dossiers dans Finance&Gestion, cahiers techniques, fiches point de vue…) ou de participations à des tables-rondes lors d'événements.

Le Comité Scientifique publie des ouvrages dans une collection DFCG-Eyrolles, dirigée par François-Xavier Simon.

Contact : Pierre-Yves BING
Directeur des études et de la formation DFCG
01 42 27 83 77 - pierreyvesbing@dfcg.asso.fr

PRÉFACE

Louis Godron, Président sortant de l'AFIC (mandat Juin 2012 - Juin 2014, Association Française des Investisseurs pour la Croissance) & Président du groupe de capital investissement ARGOS SODITIC.

Parmi les divers intervenants du financement des entreprises, le capital-investissement est un acteur majeur, et tout particulièrement auprès des jeunes entreprises et des PME. Sa vocation est de permettre la concrétisation de projets portés par des entrepreneurs n'ayant pas les ressources financières nécessaires, qu'il s'agisse de création, de développement ou de transmission d'entreprises.

Mais le dirigeant qui ouvre son capital va trouver auprès de son capital-investisseur bien plus que des fonds propres nécessaires pour assurer et sécuriser le développement de son entreprise. Car c'est un véritable partenaire qu'il faut rechercher, qui apportera un soutien humain et une expérience de terrain développée, au fil des années, dans l'accompagnement et la stimulation de projets de croissance. C'est toute une valeur ajoutée extra-financière qui se traduit au quotidien et dans la durée par des échanges, des idées, un partage de carnet d'adresses, un transfert d'expérience … et un appui dans les passages difficiles. Ouvrir son capital, c'est aussi sortir de la solitude de l'entrepreneur.

A l'heure où les capitaux propres sont une ressource rare, où 9% des entreprises ont des fonds propres négatifs, où 25% ont saturé leur capacité d'endettement, et où une partie considérable des autres n'investit plus faute de financement adéquat et sécurisant, la combinaison d'apports financiers et extra-financiers permet de construire des entreprises plus solides, mieux armées, qui vivent alors une accélération de leur croissance et une meilleure maîtrise de leurs risques.

Ainsi, en moyenne, l'augmentation du chiffre d'affaires des entreprises financées par le capital-investissement a été de 4 %, à comparer à 1,5 % pour l'ensemble des entreprises en France. Et leurs effectifs ont progressé de 3.6 %, alors que le secteur marchand dans son ensemble a détruit des emplois sur la même période.

Le dirigeant qui envisage d'ouvrir son capital peut et doit attendre de trouver le soutien d'un partenaire fiable, avisé, professionnel, et présent, qui l'aidera à construire une croissance durable, allant au-delà du terme même de l'investissement. Dans cette relation le DAF joue un rôle pivot pour assurer notamment, au-delà de sa contribution à la stratégie de l'entreprise, les remontées d'informations qui permettent un pilotage en finesse de l'activité. Par sa connaissance du terrain et du secteur, il est le garant de la pertinence, du calibrage et de la fiabilité des indicateurs retenus, à la fois stratégiques et opérationnels, et donc l'interlocuteur privilégié pour l'élaboration et l'évolution de ces outils.

Il est déterminant que dans ce « mariage à durée déterminée » le dirigeant choisisse l'équipe de gestion avec laquelle il se sent en confiance pour partager les phases, bonnes et moins bonnes, que réserve la vie de l'entreprise. Cette relation, faite d'échanges formels et informels, sur laquelle va se construire la vie commune, est la clé de voûte du succès de la dynamique qui va s'installer.
La décision d'ouvrir son capital est sans doute un acte raisonné et rationnel ; le choix du partenaire est aussi un choix humain. Signe s'il en est que ce métier est bien plus que de l'injection d'argent frais.

La France dispose de nombreux et réels atouts, notamment de véritables idées entrepreneuriales et d'une grande qualité de managers. Mais pour que ses PME se développent sur les marchés européens et mondiaux, il est essentiel qu'elles bénéficient d'un écosystème incitatif au renforcement de leurs fonds propres.

Louis GODRON

COMPOSITION
du groupe de travail

Membres du groupe de travail :

Etienne BERIOT – Consultant et Manager de transition
Hervé BERNAILLE – Consultant, CED Conseil
Christophe CABROLIER – Directeur Administratif et Financier, DECLARANET PROTYS
Alain DEGRASSAT – Consultant Corporate
Mark ELLISON – Directeur Administratif et Financier
Frédéric JOUIN – Gérant, FACILITY FINANCE Services
Didier LE NORMAND – Chief Financial Officer, NATURAL SANTE GROUP
François LEMARCHAND – DAF Temps Partagé, FinexPME
Christophe ROUINSARD – Directeur Administratif et Financier, BOX & AUTOMATION SOLUTIONS (B.A.S)
Fabian SIMONET – Chief Financial Officer, DIETSWELL
Jean-Louis TERREAUX – Directeur Administratif et Financier, ABILWAYS

Les Cahiers techniques
Le partage de tous les savoirs
n°12

SOMMAIRE

INTRODUCTION 11

1. QUELLES SONT LES STRATÉGIES D'OUVERTURE DU CAPITAL POUR UNE PME ? 12
1.1. Les objectifs de l'investissement 12
1.2. Le financement de la création de l'entreprise 12
1.2.1. Le financement du développement de l'entreprise 12
1.2.2. Le financement de la restructuration de l'entreprise 12
1.2.3. Le financement du mouvement et de la transmission 13
1.2.4. Le cas particulier du financement par effet de levier 13
1.3. Segmentation des investisseurs potentiels 13
1.3.1. Mode de fonctionnement 13
1.3.2. Critères d'intervention 14
1.3.3. Segmentation 15
1.3.4. Comment choisir son investisseur ? (quand on peut !) 16
1.3.5. Cartographie type de financement / type d'investisseur 17

2. LA PRÉPARATION DE L'AUGMENTATION DE CAPITAL 18
2.1. La rédaction du *business plan* 18
2.1.1. L'*Executive Summary* 18
2.1.2. Présentation des hommes et de l'entreprise 18
2.1.3. Présentation de l'opportunité de marché 19
2.1.4. La stratégie *(business model)* 19
2.1.5. Le plan d'actions 19
2.1.6. Le plan financier 19
2.1.7. Stratégie de levée de fonds 20
2.1.8. Aller chercher une « signature » 20
2.1.9. Cibler les investisseurs 20
2.1.10. Fixer un horizon d'investissement compatible 20
2.2. La rencontre avec l'investisseur 20
2.2.1. Préparer l'entretien 20
2.2.2. Déroulement du premier entretien 21
2.3. L'étude du projet 22
2.3.1. Etablir une relation de confiance 22
2.3.2. Dévoiler son projet sans le mettre à nu 22
2.3.3. Gestion du timing 22

3. LE MONTAGE FINANCIER 23
3.1. Les méthodes de valorisation 23
3.1.1. Les méthodes basées sur les comparables 23
3.1.2. Les méthodes basées sur les revenus futurs 23
3.1.3. Les méthodes patrimoniales 24
3.1.4. Exemples de montages financiers 25
3.1.5. Chronologie des opérations 26

3.2. Le pacte d'actionnaires . . . 27
3.2.1. Clauses générales relatives aux actions . . . 28
3.2.2. Clauses spécifiques aux fondateurs . . . 29
3.2.3. Clauses diverses . . . 32
3.2.4. Garanties . . . 32
3.2.5. Efficacité et portée réelle du pacte . . . 33
3.2.6. Le cas du bridge de trésorerie : La clause essentielle non écrite dans le pacte . . . 34
3.3. Contraintes fiscales . . . 34
3.4. Gouvernance . . . 35
3.4.1. Points clés . . . 35
3.4.2. Cadre contractuel de la gouvernance . . . 35
3.4.3. Pratiques usuelles en matière de gouvernance . . . 36
3.4.4. L'importance d'une bonne double gouvernance . . . 39

4. APRÈS L'AUGMENTATION DE CAPITAL . . . 40
4.1. Relation avec les investisseurs . . . 40
4.1.1. Introduction . . . 40
4.1.2. Reporting . . . 40
4.1.3. Confiance . . . 43
4.1.4. Gestion de la relation avec l'investisseur . . . 44
4.1.5. Changement dans la vie d'un directeur financier . . . 45
4.2. La gestion de la trésorerie après l'investissement . . . 45
4.2.1. Développer une culture du cash dans l'entreprise . . . 45
4.2.2. Le budget de trésorerie et son suivi . . . 46
4.2.3. Générer de la trésorerie par la gestion du BFR . . . 46
4.2.4. Profiter de la levée de fonds pour obtenir tout de suite des financements complémentaires . . . 46

5. LA SORTIE DES ACTIONNAIRES . . . 47
5.1. Le évènements affectant la vie du pacte . . . 47
5.1.1. Le non-respect d'une clause ou l'exercice d'une clause de sortie . . . 47
5.1.2. Une situation affectant l'un des signataires du pacte . . . 47
5.1.3. L'échéance du pacte . . . 48
5.2. Les trois phases possibles pour sortir d'un pacte . . . 49
5.2.1. La concertation . . . 49
5.2.2. La gestion sous mandat . . . 49
5.2.3. La sortie sous contrainte . . . 49
5.3. Les types de sortie . . . 49
5.3.1. La sortie industrielle . . . 49
5.3.2. Fonds d'investissement . . . 49
5.3.3. L'introduction en bourse . . . 50
5.3.4. La reprise par l'entrepreneur . . . 50
5.4. Conseils pratiques pour bien préparer et réussir la sortie . . . 50
5.4.1. Le contexte et le calendrier . . . 50
5.4.2. La gestion de la sortie . . . 51
5.4.3. Autres réflexions . . . 51
5.5. Conclusion : la sortie est très consommatrice de temps . . . 51

6. CONCLUSION . . . 52

7. GLOSSAIRE . . . 53

8. ANNEXES . . . 55

INTRODUCTION

1. Au modèle économique français mettant en avant les belles réussites de ses entreprises du CAC 40, on oppose souvent le modèle allemand basé sur de puissantes PME exportatrices.

Au-delà des modèles de développement politique et économique historiquement différents, il apparaît que les PME françaises ont du mal à atteindre la taille critique et ne présentent pas toujours un bilan assez solide pour amortir les chocs conjoncturels. C'est bien en encourageant l'investissement en capital que l'on permettra à nos PME d'accroître leur surface financière et ainsi d'accélérer leur développement, notamment à l'international.

L'instabilité fiscale permanente et le poids croissant de la fiscalité sur le capital n'aident ni les entreprises ni les acteurs privés du financement à cet égard.

Dans le même temps le financement bancaire est devenu de plus en plus sélectif en raison notamment de règles prudentielles renforcées. De même, les sociétés de capital-investissement se trouvent en concurrence exacerbée avec d'autres marchés mondiaux (notamment l'Asie et les USA, voire le Canada et l'Amérique latine) pour lever des fonds. Depuis quelques années, les sociétés de capital-investissement en France lèvent en moyenne un peu moins de fonds qu'elles n'en investissent : les ressources en capitaux propres provenant de cette source devraient donc se raréfier quelque peu. Il en résulte une concurrence implicite entre les demandeurs de capitaux qui se traduit mécaniquement par une exigence plus grande des investisseurs en termes de présentation des dossiers (« track-record » - éventuel- de la société et de ses dirigeants, modèle économique, description précise de ses produits, présentation argumentée de ses objectifs de développement et de son business plan,…). Relevons aussi que, dans notre environnement marqué par des exigences de plus en plus contraignantes du secteur bancaire dans ses opérations de financement, les chefs d'entreprise ont de plus en plus recours à de nouveaux intervenants pour soutenir leurs besoins de capitaux.

2. Dès lors, l'ouverture du capital s'impose comme un sujet majeur pour les PME. Les besoins en fonds propres des start-up, PME et ETI françaises vont donc croître significativement ces prochaines années, non seulement pour leur développement mais aussi pour leur désendettement. La tendance à moyen terme serait de tendre vers un effet de levier inférieur à 50% (contre près de 60% actuellement) et ce dans un contexte où les besoins de financement augmentent.

L'ouverture du capital permet aussi aux petites et moyennes entreprises de bénéficier de l'accompagnement et des conseils des fonds privés qui apportent une vision stratégique du développement et souvent plus entrepreneuriale que les acteurs du financement bancaire.

3. La chaîne de financement en fonds propres par les sociétés de capital-investissement couvre l'ensemble des besoins de financement, du capital amorçage au capital-transmission. Et pourtant, la pratique de l'apport en fonds propres est bien différente selon les stades de développement de la PME, avec des acteurs privés spécialisés par étape de son évolution.

4. L'ouverture du capital est une opération stratégique, sur le plan patrimonial pour les actionnaires et au niveau du développement de l'entreprise pour ses collaborateurs et ses partenaires. Elle exige une préparation importante très en amont. Le rôle du Directeur Administratif et Financier, en binôme avec son PDG, est absolument essentiel tout au long des différentes phases de l'apport en capitaux.

Ce sont autant de raisons de bâtir ce cahier technique qui, sans être exhaustif, a vocation à aider le directeur financier à réfléchir et préparer l'ouverture du capital de son entreprise.
Nous espérons donc que ce document permettra au lecteur de mieux appréhender les bonnes pratiques liées à l'ouverture du capital d'une PME.

Quelles sont les stratégies d'ouverture du capital pour une PME ?

La vie d'une entreprise et son développement représentent une succession d'étapes qui sont pour l'actionnaire dirigeant, des occasions de s'interroger sur les meilleures opportunités de financement.

L'emprunt bancaire et le renforcement des fonds propres représentent aujourd'hui les principales sources de financement de l'entreprise. Le renforcement des fonds propres par la mise en réserve des bénéfices est le modèle utilisé par bon nombre de PME qui souhaitent ainsi conserver leur autonomie.

En intégrant les dimensions financières, fiscales et personnelles, le dirigeant actionnaire pourra aussi orienter son choix vers l'ouverture du capital à un ou plusieurs investisseurs. À ce titre selon l'AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital) dans son étude annuelle, environ 1600 entreprises ont fait l'objet d'un financement par les sociétés de capital-investissement en 2013. Ces investissements ont représenté un montant d'environ 6,5 Md€, orientés à environ 80 % vers les PME et à 20% vers les ETI (Entreprises de Taille Intermédiaires) innovantes.

1.1. Les objectifs de l'investissement

En fonction du stade de développement de l'entreprise, les levées de fonds présentent différentes caractéristiques :

1.2. Le financement de la création de l'entreprise

Certains investisseurs financiers sont spécialisés dans le financement du pré-amorçage (avant la création de l'entreprise), de l'amorçage et de la création de l'entreprise (financement des premières années d'exploitation).
Ce type d'investissement très en amont comporte, du point de vue de l'investisseur, un risque d'échec particulièrement élevé et l'investisseur le conditionne généralement à un accompagnement soutenu du dirigeant. Cet accompagnement peut prendre la forme d'un coaching du dirigeant et l'entreprise pourra aussi intégrer un incubateur (espace d'hébergement qui regroupe des start-up).
Cette étape, qui permet à l'entreprise de se positionner sur son marché comme futur acteur de son marché, est probablement la plus délicate. En effet, le dirigeant, doit démontrer qu'il dispose des qualités requises pour réaliser son *business plan*, alors qu'il n'a encore jamais été confronté aux situations qu'il va rencontrer.

1.2.1. Le financement du développement de l'entreprise

Le dirigeant actionnaire souhaite, à ce stade, faire rapidement croitre son entreprise, conforté par la réussite de ses premiers choix stratégiques. Il établit son *business plan* et projette l'avenir de l'entreprise dans un scénario de croissance interne et/ou externe.
Son choix de recourir à la croissance externe plutôt qu'interne est très souvent dicté par l'objectif d'acquérir rapidement une technologie, un savoir faire, une position sur un marché et de gagner ainsi un temps précieux pour le développement de son entreprise.
La croissance peut aussi être conditionnée par le financement d'un ambitieux projet de R&D qui comprendra sur plusieurs années, le financement de dépenses de personnel et de matériels affectés à la recherche.

1.2.2. Le financement de la restructuration de l'entreprise

Le financement de la restructuration (retournement) de l'entreprise est une opération difficile à mener : le dirigeant actionnaire doit, en présentant son *business plan*, convaincre l'investisseur d'apporter des fonds pour créer de la richesse, à partir d'une situation initiale de stagnation ou de réduction de l'activité, d'une crise, ou d'un recentrage sur un métier.
Dans cette situation, l'investisseur cherche à identifier les forces et les faiblesses de l'entreprise afin de déterminer si son domaine d'expertise permettra de redresser la situation.
Son entrée dans le capital ne se finalisera que si une partie des mesures annoncées dans le *business plan* ont déjà été mises en œuvre.
Dans ce type d'opérations, il peut être envisagé, avec l'investisseur, le remboursement de certains engagements financiers (prêts bancaires, découverts…) pour permettre un retour plus rapide à la profitabilité.

1.2.3. Le financement du mouvement et de la transmission

Cette opération revêt des caractéristiques différentes selon qu'il s'agit de la sortie d'un ou de plusieurs actionnaires dirigeants ou d'un fonds d'investissement qui a participé à une phase précédente du financement de l'entreprise.
En effet, la sortie d'un fonds d'investissement matérialise souvent la fin d'un cycle pour l'entreprise et l'émergence éventuelle d'un nouveau projet de développement. Dans de ce type d'opérations, l'entreprise cherche généralement à attirer un fonds d'investissement ayant des moyens plus importants.
La sortie d'un ou plusieurs des actionnaires dirigeants représente une autre difficulté. L'investisseur doit s'assurer de la pérennité des savoir-faire de l'entreprise qui lui permettront de construire une stratégie de développement sans le concours de l'équipe dirigeante actuelle. Le positionnement de l'entreprise sur son marché et les leviers de croissance susceptibles d'être activés sont les principaux vecteurs de motivation dans ce type d'opération.

1.2.4. Le cas particulier du financement par effet de levier

Le LBO (Leverage Buy Out) désigne l'opération de rachat d'une société avec effet de levier par le dirigeant de l'entreprise. Le LMBO (Leverage Management Buy Out) désigne le rachat d'une entreprise par des cadres dirigeants de la société.
Cette opération consiste à racheter une entreprise avec effet de levier c'est-à-dire avec endettement bancaire. Le principal avantage de ces opérations consiste à permettre à un ou des cadres dirigeants de prendre le contrôle d'une société cible avec un apport personnel réduit puisque l'acquisition est largement financée par un emprunt bancaire, dont le coût est inférieur au taux de rentabilité attendu de la cible. Le mécanisme simplifié est le suivant : des cadres ou investisseurs deviennent actionnaires de la société cible par l'intermédiaire d'une société holding leur permettant d'être majoritaires ; l'emprunt contracté pour l'acquisition de la cible est remboursé grâce à la remontée des dividendes de la cible vers la holding. L'échéance de la dette d'environ 4 à 8 ans, permet d'inscrire l'entreprise dans une vision à moyen terme.
Cependant, en période de crise, une diminution des résultats peut compromettre les capacités de remboursement de l'emprunt contracté. Par ailleurs, les banques ont significativement baissé le niveau de dette qu'elles acceptent de financer pour ce type d'acquisition à environ 3 fois l'EBITDA contre 7 à 9 fois auparavant.

1.3. Segmentation des investisseurs potentiels

1.3.1. Mode de fonctionnement

Les opérations peuvent se schématiser de la manière suivante :

Schéma des flux financiers du Capital Investissement

« Tout savoir sur le Capital Investissement : Capital-risque Capital-développement LBO » : Gilles Mougenot, Xavier Jaspar, Louis de Lestanville, Christian Poncelet (Préface).

Les investisseurs ou souscripteurs versent donc des fonds via différents véhicules financiers dans les sociétés de capital-investissement qui ensuite financent les entreprises avec tout ou partie des fonds levés.

Il existe différents types d'investisseurs. On note un rebond des levées de fonds constaté en 2013 à + de 8 Md€, accompagné d'une plus grande participation des fonds étrangers, qui reste inférieur à la moyenne annuelle des fonds levés avant la crise (moyenne de 10,5 Md€ sur la période 2005-2008).

Par ailleurs, les sources traditionnelles d'apport de capitaux comme les compagnies d'assurance et les mutuelles redeviennent des souscripteurs importants, au contraire des banques qui restent à un niveau bas.
Dans ce dernier cas, les nouvelles normes de détention de capitaux propres (règles prudentielles de Bâle III) freinent également le niveau d'investissement.
Les fonds levés en 2013 sont donc en augmentation mais restent inférieurs aux besoins en fonds propres des PME et ETI estimés à 11 Md€.

1.3.2. Critères d'intervention

Les sociétés de capital investissement ont généralement une politique d'investissements ciblée. Cette politique définit leurs critères d'intervention qui peuvent être classés de la manière suivante :

- Le stade de développement
Même si quelques intervenants restent généralistes, c'est le principal critère de sectorisation du métier du capital investissement. On retient généralement quatre segments :

- Capital-risque/capital-création pour les entreprises en début de vie ;
- Capital-développement pour les entreprises ayant au minimum quelques années d'existence ;
- Capital-transmission lors de la transmission/cession de l'entreprise ;
- Capital-retournement lorsque l'entreprise connaît des difficultés.

- La taille
Si le capital-investissement s'adresse aux PME, il existe cependant différentes tailles de PME qui ne nécessitent pas les mêmes capacités d'investissement. En effet, de quelques millions à quelques milliards, la taille des fonds intervenants sur le marché français est très diversifiée. Les critères d'investissement en termes de taille se définissent généralement en fonction du chiffre d'affaires ou de la valorisation de l'entreprise.

- Le montant
Il s'agit là d'un critère important dans la mesure où le traitement d'un « petit » dossier prend proportionnellement beaucoup plus de temps qu'un dossier plus important. On constate ainsi qu'une majorité de fonds intervient sur des opérations à partir d'un million d'euros d'investissement, même si, en période de crise, les tickets d'intervention ont tendance àdiminuer.

- La prise de participation
On n'exerce pas le même métier selon que l'on soit minoritaire ou majoritaire. En pratique, l'investissement en tant qu'actionnaire majoritaire reste faible en France.

- Le secteur
À côté des fonds généralistes, ce qui est souvent le cas des fonds régionaux, certains intervenants se sont spécialisés par secteur d'activité. Se basant sur l'expertise de leurs dirigeants et de leur équipe, ils apportent une réelle plus-value aux entreprises financées par leur connaissance du secteur d'activité et leur relationnel. Ils jouent, dans ce cas, un rôle de partenaire pour le chef d'entreprise.

- Le territoire
Quasiment toutes les régions de France ont mis en place un ou plusieurs fonds destinés à promouvoir le développement des entreprises sur leur territoire. Ils sont généralement financés par les collectivités locales, la Caisse des Dépôts, les banques et des entreprises régionales.
Quelques intervenants nationaux ont, eux aussi, privilégié la proximité régionale en mettant en place des antennes dans quelques régions de France (Naxicap, CM-CIC Capital Finance, Siparex, CARVEST, Société Générale Capital Partenaires, BNP Paribas Développement, FSI Régions…).
Cependant, Paris reste une place centrale pour les fonds d'investissement, qui interviennent sur le territoire français, européen voire mondial.

1.3.3. Segmentation

On peut distinguer quelques grandes familles d'investisseurs obéissant à des logiques d'investissement différentes. Compte-tenu de la faible rentabilité des investissements au cours de ces dernières années, notamment pour le capital risque, les fonds sont aujourd'hui de plus en plus prudents. Ainsi, à fin 2013, la rentabilité des fonds depuis leur origine en termes de TRI est la suivante :

- 25% des fonds ont connu un taux de rentabilité interne moyen (TRI) de leurs investissement de 18,7% ;
- 25% des fonds un TRI moyen de 3,7% ;
- 25% des fonds un TRI moyen de -3,10% ;
- Et 25 % des fonds un TRI moyen de -9,9%.

On comparera cette rentabilité à celle du CAC 40 depuis son origine en 1988 : +5,6% par an en moyenne.
Les fonds ont ainsi une rentabilité moyenne assez correcte, mais très hétérogène et loin des objectifs visés, au vu des niveaux de risque moyens. La rentabilité la plus forte est observée sur les montants élevés investis dans des entreprises matures (capital-développement) tandis que les fonds perdent de l'argent dans les opérations amont (capital-risque et capital-amorçage).

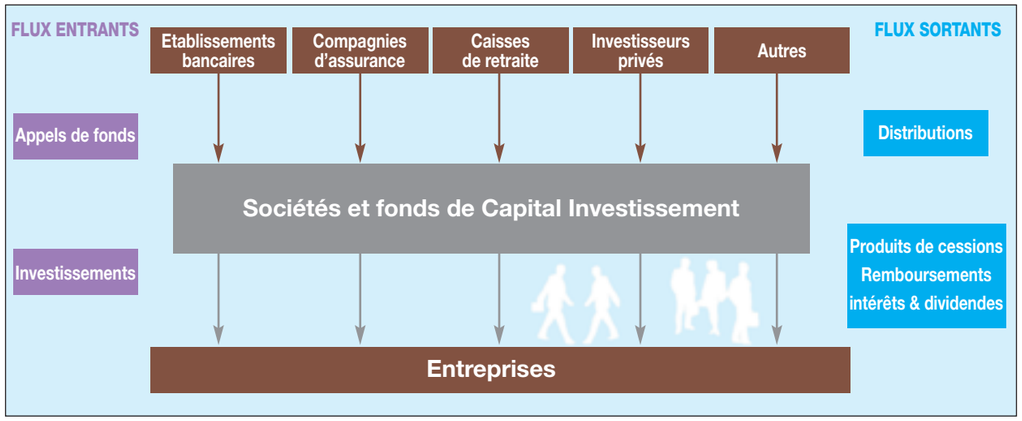
- Les investisseurs personnes physiques
Intervenant généralement lors du démarrage de l'entreprise ou des premières années de développement, les investisseurs personnes physiques investissent des sommes relativement modestes, entre quelques milliers d'euros à quelques centaines de milliers d'euros pour certaines.

Ces personnes sont :

- Soit des proches du dirigeant qui lui font « confiance » pour gérer au mieux leur investissement. C'est ce que l'on appelle le *Love Money* ;
- Soit des personnes, sans relation préalable avec le dirigeant, qui investissent dans le but de faire fructifier un capital. Elles interviennent souvent dans le cadre d'une incitation fiscale telle que la réduction d'ISF ou d'impôt sur le revenu : ce sont des *Business Angels* qui parfois se regroupent au sein d'associations pour posséder des capacités d'investissement plus élevées.

Depuis quelques années se développe également, de façon marginale pour l'instant, une nouvelle forme d'investissement basée sur la puissance d'Internet et des réseaux sociaux : le *crowdfunding* qui permet à tout un chacun d'investir quelques centaines d'euros dans un projet qui sera financé par un grand nombre de participants.

- Les investisseurs institutionnels (banques, structures rattachées à des établissements d'assurances et caisses de retraite) et privés.
Ils investissent directement dans des sociétés et FCPR et ont donc un rôle indirect important de financement de l'économie du capital investissement.



Source : AFIC
Pour en savoir plus, consultez le rapport « ACTIVITÉ DES ACTEURS FRANÇAIS DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN 2013 », consultable sur le site de l'AFIC

- Les entreprises ou investisseurs corporate
Si, dans de grandes entreprises, commencent à se développer des départements dédiés à la recherche d'investissements directs, ce type d'investisseur reste minoritaire (mais de plus en plus visible en France.
De fait, très présents il y a une dizaine d'année, la plupart des fonds dits *corporate* ont disparu avec les crises successives. Souvent créés par des entreprises industrielles, ils avaient pour vocation essentielle une veille marché dans des domaines proches de leur activité principale.
Cependant, les quelques *success-story* françaises dans le domaine Internet ont permis la création de nouveaux fonds dédiés prioritairement à ce secteur : on peut notamment citer Isaï (Pierre Kosciusko-Morizet, Price Minister), Kima Venture (Xavier Niel, Free) ou Jaïna Capital (Marc Simoncini, Meetic) pour les plus connus.

- Les investisseurs publics
L'Etat intervient via des outils fiscaux comme le Crédit Impôt Recherche ou le Crédit Impôt Innovation mais également en jouant un rôle d'investisseur stratégique pour aider notamment les PME et les ETI à se développer.
Dans ce cadre, des structures sont créées puis regroupées et aujourd'hui BpiFrance englobe OSEO, CDC Entreprises, le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI) et FSI Régions.
BPiFrance prévoit d'ailleurs d'investir 8 milliards d'euros d'ici à 2017 dans les entreprises françaises.

- Les marchés financiers
En complément des compartiments dédiés aux PME sur le marché réglementé, Alternext a été créé en 2005, notamment pour les PME innovantes cotées. Ce marché reste néanmoins, à ce jour, marginal dans le développement des fonds propres des PME en France.

1.3.4. Comment choisir son investisseur ? (quand on peut !)

Les critères de choix dépendent des objectifs visés par le chef d'entreprise que l'on peut classer en quatre catégories :

- Besoin d'un simple apport de fonds propres
Le chef d'entreprise s'adresse principalement, selon le stade de développement de l'entreprise, aux fonds de capital risque ou développement. Ces derniers acceptent d'être minoritaires et de ne pas décider de la stratégie. En contrepartie, ils demandent souvent une refonte de la gouvernance, une représentation dans les organes de direction, une date de sortie imposée, voire un droit de véto sur certaines décisions.
Pour des projets plus importants, on peut s'adresser à des fonds public, BPI dans le cadre d'un amorçage ou une création, le FSI dans un contexte de développement.

- Besoin d'un apport et d'une expertise
Le chef d'entreprise se tourne plus volontiers vers un fonds spécialisé, très bon connaisseur du secteur de l'entreprise. Un tel fonds aura souvent une vision court terme à 3-5 ans pour récupérer sa plus value. Une entreprise industrielle du secteur peut également rentrer au capital, apporter son savoir et ses marchés mais a souvent le projet de prendre le contrôle de la société. Enfin, en période de démarrage, des *Business Angels* sont capables d'apporter des montants certes plus faibles que des fonds mais aussi une expertise métier.

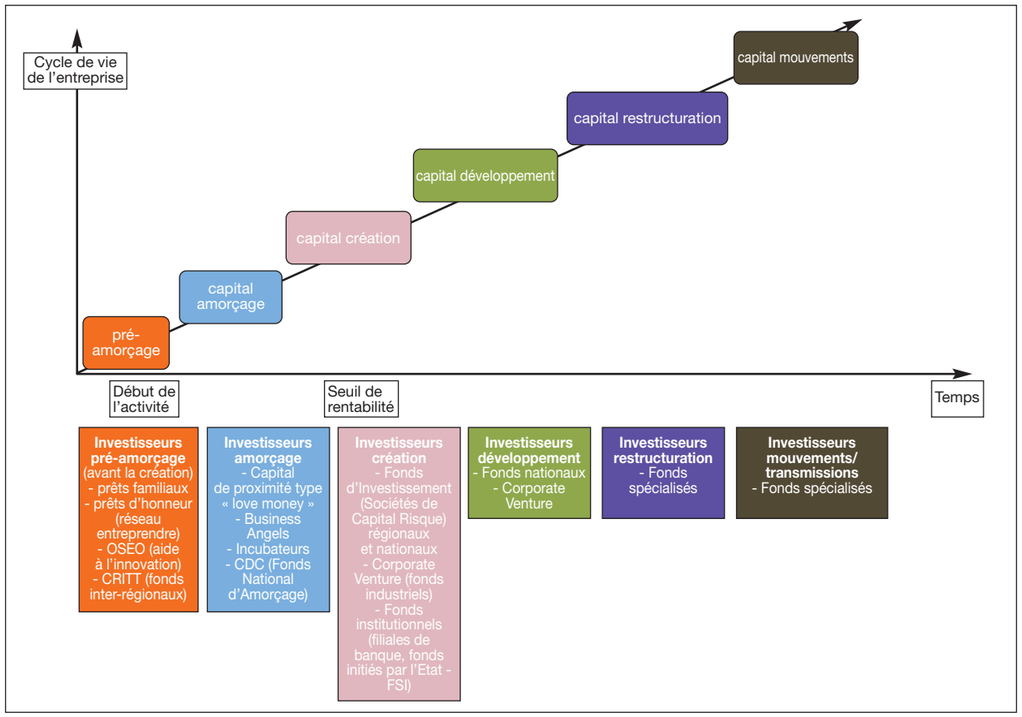
- Besoin d'un apport et d'un débouché commercial
Le chef d'entreprise se tourne alors vers un investisseur industriel qui souhaitera, à terme, prendre le contrôle de l'entreprise, notamment si les flux de ventes ou d'achats deviennent importants avec cet investisseur.

- Besoin d'un apport et d'une restructuration
Le chef d'entreprise qui fait face à un retournement de conjoncture et à des difficultés financières peut proposer à des créanciers importants de soutenir l'entreprise en convertissant leurs créances en fonds propres.
Il existe également des fonds spécialisés en retournement qui financeront le plan de redressement de l'entreprise avec un objectif de plus-value à court terme (3-5 ans).

Une opération d'ouverture du capital est clairement une opération qui se prépare. Elle se construit avec des conseils pour définir précisément ses objectifs et critères de choix pour bien dimensionner l'opération et choisir le bon partenaire mais également prévoir, dès son entrée, les conditions de son désengagement.

1.3.5. Cartographie type de financement/type d'investisseur

Finance, fiscalité, social mais aussi psychologie sont les contraintes à prendre en compte pour ouvrir le capital de sa PME.
Le graphique ci-dessous cartographie les liens entre le cycle de vie de l'entreprise et les investisseurs potentiels.



Acteurs du financement en capital risque et développement en France (adaptation source APCE).

2 La préparation de l'augmentation de capital

2.1. La rédaction du business plan

Le *business plan*, également appelé plan d'affaires, est le document indispensable pour présenter son projet à des investisseurs. Il s'agit d'aborder cette étape avec méthode et bon sens pour atteindre l'objectif ultime : convaincre l'investisseur. Pour cela, il faut principalement démontrer :

- La qualité de l'équipe ;
- Les avantages concurrentiels du projet ;
- L'intérêt financier du projet.

Sous un angle purement financier, le business plan doit permettre d'évaluer le couple risque/rentabilité du projet.
Le *business plan* se structure de la manière suivante :

2.1.1. L'Executive Summary

L'*executive summary* est un document rédigé qui a pour vocation de présenter le contenu du projet, de manière synthétique, sur 1 à 3 pages. Cet exercice incontournable de synthèse doit convaincre, en peu de lignes, les interlocuteurs d'aller plus loin dans la lecture du dossier. Il s'agit donc d'éveiller l'attention du lecteur. Il ne s'agit pas ici de répondre à toutes les questions, mais aux plus discriminantes pour valoriser le projet. Enfin, il doit synthétiser les principaux sujets développés dans le *business plan* à savoir :

- L'équipe et l'entreprise ;
- l'opportunité de marché ;
- la stratégie/le business model ;
- le plan d'actions ;
- le plan financier.

L'*executive summary* est un document autonome que l'on peut utiliser indépendamment du *business plan*. Il doit faire l'objet d'une amélioration continue. Une version peut être rédigée en anglais, dans l'hypothèse où le dossier sera lu par des étrangers.
Il peut être judicieux de se livrer à un exercice de synthèse ultime, sur la base de l'*executive summary* : rédiger un *elevator pitch*, un document de quelques lignes qui présente le projet et donne envie d'en savoir plus.

2.1.2. Présentation des hommes et de l'entreprise

On peut penser qu'il est logique de commencer par présenter le projet. Cependant, l'équipe qui porte le projet est tout aussi importante : il ne peut y avoir de bon projet sans une équipe de qualité. Ce point est souvent mis en avant par les investisseurs avisés.

- *Présentation de l'équipe de management*

Au-delà des personnes qui participent activement à l'opération d'ouverture du capital (le Directeur Général, le directeur financier, il est aussi opportun de présenter, en quelques lignes, les autres personnes clés dans le cadre du projet et, selon les cas, cela peut être le directeur industriel, marketing ou de la R&D. Il peut être utile de joindre une photo pour personnaliser cette présentation. Il convient d'insister sur les savoirs (cursus formation) acquis par les membres de l'équipe mais également sur les compétences développées au fil des expériences.

- *Présentation de l'entreprise*

Il est souhaitable de donner les informations d'état civil suivantes :

Raison sociale :	Adresse:
Identité des dirigeants	Code APE :
Forme juridique :	N°siret :
Date de création (prévisionnelle si projet de création) :	Tél :
Effectifs :	Fax :
CA HT (au --/--/--) :	Mail :
Partenaires : Expert Comptable, Commissaires aux Comptes, Avocats	

- Historique

C'est l'occasion de présenter et de valoriser le chemin parcouru depuis la création ou la reprise de la société. Il s'agit également d'illustrer les étapes significatives franchies à ce jour.

- Les chiffres clés

Effectif, chiffre d'affaires, portefeuille produits… sont autant de paramètres à mettre en exergue dans cette partie.

- Localisation(s), partenariats

2.1.3. Présentation de l'opportunité de marché

L'opportunité doit être détaillée avec la présentation de l'offre et du marché auquel elle s'adresse.

- *Présentation du produit ou du service*

Il s'agit de décrire l'offre :

- Sous un angle technique en précisant ses caractéristiques ;
- Sous son aspect commercial :
  - o à quel besoin répond t-elle ?
  - o quelle est sa valeur pour le client ?
  - o en quoi est-elle innovante ou différente ?

- *Présentation du marché*

C'est une section importante qui permet de situer le projet dans son contexte.
La qualité de l'analyse du marché s'avère également un révélateur de l'expertise et de la lucidité de l'équipe. Il s'agit, en particulier, d'éviter les présentations qui indiquent des parts de marché peu réalistes et oublient d'évoquer la concurrence et de possibles innovations technologiques. Il faut, en effet, évoquer la concurrence en mettant en évidence quels sont les atouts de l'offre de l'entreprise sur le marché convoité.
Idéalement, l'étude de marché sera produite par un tiers.

2.1.4. La stratégie (business model)

Après avoir identifié une opportunité, il faut mettre en avant le modèle économique du projet qui valorise cette opportunité.

- Comment générer durablement et de façon profitable de la valeur ajoutée ?
- Quelle est la stratégie pour délivrer « cette promesse » et transformer l'opportunité en un *business* profitable ?

Telles sont les questions auxquelles doit répondre le business model.

2.1.5. Le plan d'actions

Une fois l'opportunité explicitée dans le *business model*, le plan d'actions présente la feuille de route qui rend compte des arbitrages qu'il a fallu mener :

- Arbitrage en termes de ressources financières : les moyens déployés pour mettre en œuvre le projet doivent être cohérents avec l'équation financière détaillée dans le plan financier (voir section suivante) ;
- Arbitrage en termes de délais : le rythme choisi pour déployer le projet doit être en phase avec les ressources demandées et ce rythme est encore plus stratégique lorsqu'il s'agit de projets pour lesquels l'obsolescence technologique est rapide ;
- D'autres arbitrages peuvent aussi s'avérer nécessaires par exemple en termes de choix techniques ou des premiers marchés à conquérir.

L'exercice du plan d'actions doit être décliné sur deux échelles de temps :

- Les douze prochains mois ;
- Un plan à moyen terme dont l'horizon est à définir selon la maturité du projet, le secteur d'activité.

2.1.6. Le plan financier

N'aborder le volet financier qu'en sixième point, démontre :

- que le *business plan* ne se limite pas à un dossier financier ;
- que le plan financier est la synthèse chiffrée de ce qui précède. Il faut donc s'assurer de la parfaite cohérence entre le discours et les chiffres présentés ;

En termes de livrables, on y trouve bien entendu les états financiers prévisionnels :

- Comptes annuels des trois derniers exercices ;
- Compte de résultat prévisionnel et seuil de rentabilité ;
- Plan de financement prévisionnel :
  - o prévisions de BFR ;
  - o plan de trésorerie (soit annuel soit pluriannuel) ;
  - o bilan prévisionnel.

- Calcul du Taux de Rendement Interne (TRI).

Malgré la légitime volonté de maximiser la performance financière du projet, il s'avère nécessaire d'y intégrer un peu de prudence pour faire face aux impondérables en conservant quelques marges de sécurité.
Il convient naturellement de s'assurer que le TRI du projet est supérieur aux taux constatés dans le secteur d'activité dans lequel il s'insère.
Deux niveaux de restitution sont à prévoir :
- Une présentation synthétique, destinée aux différents interlocuteurs ;
- Une présentation plus fouillée qui servira de base de calcul lors de la constitution ou la révision des simulations financières. Elle permettra aussi de répondre aux questions précises des interlocuteurs.

2.1.7. Stratégie de levée de fonds

Les réflexions sur la stratégie de levée de fonds peuvent conduire à modéliser des plans financiers différents selon le timing et la taille de(s) l'ouverture(s) du capital.
Comme le monde du capital développement est petit, l'idée n'est pas de vendre un projet à géométrie variable selon les interlocuteurs, mais de présenter des scénarii de développement avec des intensités capitalistiques différentes.

2.1.8. Aller chercher une « signature »

Lorsque l'on l'anticipe suffisamment, il est possible d'aller chercher une "signature" d'un cabinet de premier plan pour auditer les comptes et rassurer ainsi les investisseurs dans le cadre de leur travaux de *due diligence*.

2.1.9. Cibler les investisseurs

Ce thème important est développé au paragraphe 1.3.4. Comment choisir son investisseur ?

2.1.10. Fixer un horizon d'investissement compatible

Il s'agit de trouver un compromis entre :
- L'horizon d'investissement qui permet d'optimiser les avantages concurrentiels de l'investissement ;
- L'horizon de placement de l'investisseur, lié à sa stratégie et ses objectifs de rendement.

Le *business plan* doit idéalement se caler sur le premier horizon qui n'est pas toujours en adéquation ligne avec le second, celui de l'investisseur.
Comme toute négociation, elle se conclut sur un compromis. Il faut cependant veiller à ne pas s'enfermer dans une équation impossible à tenir.

2.2. La rencontre avec l'investisseur

2.2.1. Préparer l'entretien

"On n'a jamais deux fois l'occasion de faire une bonne première impression". Cette citation souligne l'importance de cette première rencontre.
Prendre du recul par rapport à son propre projet s'avère essentiel. Il est ainsi utile de réaliser un « défrichage Internet » pour lister les principaux sujets d'actualité concernant sa société et, le cas échéant, se préparer à les commenter.
La présentation doit être travaillée sur le fond bien sûr mais également sur la forme.

2.2.1.1. Sur la forme

En cas d'accompagnement par un cabinet extérieur, l'alternance des temps de parole permet de donner plus de dynamisme à la présentation.
Il peut également être pertinent de « roder » la présentation en interne auprès d'un « avocat du diable » pour désamorcer les questions difficiles. Cet exercice présente plusieurs avantages :
- Acquérir une plus grande aisance ;
- Tester l'impact de l'argumentation et bénéficier d'un retour sur la pertinence des propos et de la gestuelle qui l'accompagnent ;
- Recueillir un *feedback* sur le langage corporel.

Ne remettez pas de document support avant ni pendant la présentation pour maintenir l'attention de vos interlocuteurs.
Soyez concis et évitez les présentations Powerpoint qui n'en finissent pas.

2.2.1.2. Sur le fond

Ciblez les messages clés, parlez à l'investisseur de ce qui l'intéresse et limitez votre présentation aux points qu'il doit retenir. À l'issue de l'entretien, ce dernier doit avoir les points suivants à l'esprit :
- Quelle est l'opportunité de marché ?
- Avec quel produit ou service le projet va-t-il y répondre ?
- Quelle stratégie utilisée ?
- Selon quel plan d'actions ?
- Quels sont les besoins en financement ? Pour quelle rentabilité ?
- Quelle est la qualité de l'équipe qui mènera le projet ?

2.2.1.3. Se renseigner sur le profil de l'investisseur

Pour optimiser l'impact de la prestation, connaitre son interlocuteur est une condition indispensable :
- S'agit-il d'un investisseur généraliste ou sectoriel ?
- Quel est le profil des gestionnaires de portefeuille et plus particulièrement de son contact ?
- Quelle est la stratégie ; la performance des participations, quelles sont les dernières opérations réalisées ?
- Quelle est la taille des actifs gérés et le montant des levées de fonds réalisées ?

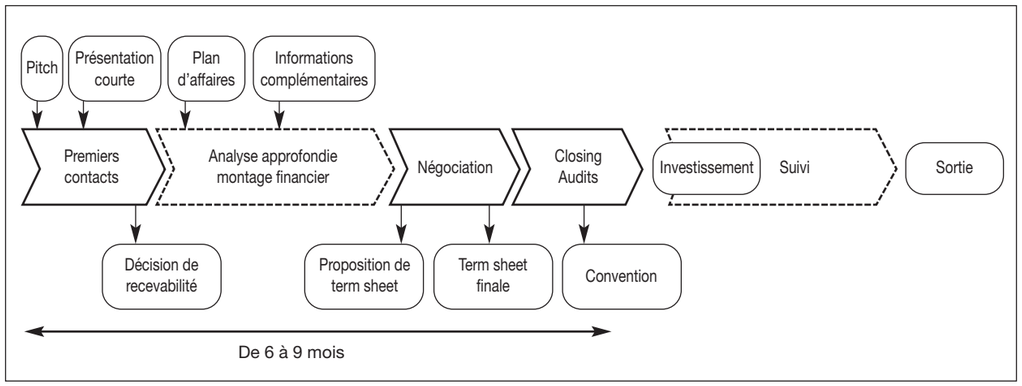
L'objectif est d'aborder l'entretien en connaissant votre interlocuteur ce qui permet de mieux se positionner et de le questionner avec plus de pertinence.

2.2.2. Déroulement du premier entretien

« Le secret d'ennuyer est celui de tout dire » - Voltaire
Autrement dit
- Prenez du recul, attention à ne pas vouloir tout partager ;
- Ne pas tout écrire, pour laisser l'opportunité de compléter à l'oral ;
- Ne pas tout dire : laisser la place à l'échange et à l'analyse de l'investisseur.

Il faut instaurer un dialogue, un échange, une relation avec l'investisseur pour lui permettre de rentrer dans le projet.
Ce premier entretien ne doit pas être le dernier ! Ainsi, ne pas tout dévoiler dès le premier rendez-vous, choisir ses arguments et aller à l'essentiel sont trois principes à appliquer. Pour schématiser, ce premier entretien s'apparente à l'*executive summary*.

L'accord d'investissement est le résultat d'un long cheminement, fait d'étapes, de livrables et de multiples échanges, comme en témoigne le schéma ci-dessous.



Source : guide du Venture Capital en Belgique.

2.2.2.1. Présenter une équipe

Comme cela a déjà été souligné précédemment, la valeur ajoutée de l'entreprise et sa capacité à délivrer demain le potentiel identifié aujourd'hui réside dans l'équipe. C'est cette valeur ajoutée collective que les investisseurs avisés chercheront à évaluer avec attention.

2.2.2.2. Présenter un projet

Sur ce sujet, nous vous renvoyons aux paragraphes consacrés à la rédaction du *business plan*.

2.2.2.3. KYI : Know Your Investor !

KYI c'est questionner l'investisseur pour mieux le connaitre. L'importance de se documenter au préalable a déjà été soulignée. L'entretien est l'occasion d'aller au-delà des informations générales pour comprendre en profondeur l'investisseur.

« Vendre c'est d'abord et surtout écouter son client ». Il faut absolument laisser de la place pour l'échange, et céder la parole à l'investisseur pour recueillir son sentiment sur le projet, s'il est disposé à le donner.

2.3. L'étude du projet

La phase d'étude se déroulera selon une double dimension :

- Subjectif/objectif : relation avec l'investisseur/qualité du projet ;
- Subjectif/objectif : développer une relation de confiance/satisfaire l'appétit d'information.

À cette dialectique s'ajoute une dimension plus pratique qui consiste à maîtriser le déroulement de cette phase :

- côté investisseur : parce qu'on ne peut pas s'éterniser sur un dossier ;
- côté entrepreneur : parce que le business continue ! Et que l'objectif est d'emporter un accord d'investissement.

2.3.1. Etablir une relation de confiance

La confiance se gagne dans la durée, mais peut se perdre très vite. Il faut être attentif à sa communication : un mensonge par omission, sur la concurrence par exemple, peut décrédibiliser le projet et fragiliser la confiance.
Gagner la confiance de son interlocuteur passe, en premier lieu, par la fiabilité des éléments partagés (par de survente, pas de contradictions, pas de convictions…) et, en second lieu par une certaine forme d'authenticité (sortir du langage formaté).
Il ne faut pas perdre de vue que l'investisseur siègera à votre conseil d'administration. Une relation suivie va s'établir, il ne faut donc pas la négliger : créer un climat de confiance lors des discussions initiales ne pourra qu'avoir des conséquences positives dans la suite de l'aventure.

2.3.2. Dévoiler son projet sans le mettre à nu

La gestion de l'information doit se faire par :

- o Une gestion crescendo du niveau d'information ;
- o Une logique d'échanges : les informations sont livrées au fur et à mesure que l'intérêt de d'investisseur grandit.

2.3.3. Gestion du timing

Garder un rythme, une dynamique s'avère essentiel. Pour cela, il faut s'assurer de la mobilisation de l'équipe projet et se fixer un planning de négociation avec une date limite pour la décision investissement. En effet, plus le temps passe, plus on s'expose à des contradictions, plus l'actualisation du *business plan* et des hypothèses de marchés s'imposent et plus on risque de se perdre dans les détails.

3 Le montage financier

3.1. Les méthodes de valorisation

L'ouverture du capital de la PME nécessite de s'accorder sur sa valorisation et donc le prix de souscription, exercice incontournable mais délicat et souvent complexe.
Celle-ci fait l'objet d'une négociation entre les dirigeants (qui sont très souvent les fondateurs), les investisseurs historiques le cas échéant, et les nouveaux entrants. Cette valorisation est fonction de l'état de développement de l'entreprise et de ses perspectives. Elle fait souvent l'objet de prime abord de désaccords entre les parties.
La valorisation retenue sera l'objet d'un compromis, basé sur la combinaison de plusieurs méthodes d'évaluation. Il existe trois types de méthodes principales :

- Les méthodes basées sur les comparables ;
- Les méthodes basées sur les revenus futurs ;
- Les méthodes basées sur l'actif net.

Le choix de la méthode de valorisation est souvent fonction du contexte particulier de l'entreprise et de l'état de son développement.
Le capital-risque limite l'usage des méthodes de valorisation classiques. En effet, les entreprises innovantes présentent des caractéristiques particulières telles que l'absence de comparables, la faiblesse du chiffre d'affaires et des capitaux propres ; les méthodes traditionnelles sont plus adaptées au capital-développement.
Il en sera de même pour les entreprises en retournement même si, en général, la reprise est principalement fondée sur celle des dettes (avec éventuelle clause de retour à meilleure fortune).

3.1.1. Les méthodes basées sur les comparables

La méthode des comparables est fondée sur le prix auquel des sociétés comparables sont négociées sur le marché. Cela suppose de constituer un échantillon de sociétés comparables.
Cette comparabilité portera bien évidemment sur le secteur d'activité de l'entreprise évaluée, tout en s'assurant du caractère pertinent de cette comparabilité : structure d'exploitation, nature de la clientèle, taille du marché, travail en sous-traitance ou avec une marque propre…
La méthode vise à valoriser l'entreprise sur la base de multiples de valorisation observés sur les marchés de capitaux, dans le cadre de transactions récentes dans le secteur considéré, notamment lors de :

- Cessions ;
- Introduction en bourse ;
- Fusions acquisitions.

Pour ce faire, il existe deux voies possibles lorsque l'on souhaite évaluer une PME non cotée:

- Constituer un échantillon de sociétés comparables à partir d'entreprises cotées en bourse ;
- Constituer si possible un échantillon à partir de récentes cessions de PME/PMI.

Le choix des agrégats à utiliser dépend des spécificités de la société à évaluer. Cependant, certains multiples facilitent la comparabilité. Les multiples les plus utilisés sont :

- Le multiple de Chiffre d'affaires ;
- Le multiple de l'excédent brut d'exploitation (EBE) ;
- Le multiple du résultat d'exploitation appelé parfois EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) ;

Le multiple du résultat net ou *Price Earning Ratio* (PER).
Selon les caractéristiques de la société et du secteur, certains multiples seront retenus et panachés avec des pondérations différentes.

3.1.2. Les Méthodes basées sur les revenus futurs

La méthode la plus largement admise est la méthode DCF *(Discounted Cash Flow)*.

Cette méthode valorise une entreprise par ce qu'elle rapportera dans le futur. Elle consiste à calculer la valeur actuelle nette des flux de trésorerie futurs attendus.

Un des principaux intérêts de cette méthode est de mettre en évidence l'ensemble des hypothèses qui sous-tendent la valorisation : croissance, rentabilité, investissements.
Ce type d'évaluation se décompose en quatre phases : modélisation des flux de trésorerie attendus, estimation du flux normatif, calcul du coût moyen pondéré du capital, détermination de la valeur de l'entreprise :

- Toute l'approche part du *business-plan* sur un horizon de 3 à 5 ans. Il convient d'examiner le caractère réaliste, cohérent, et pertinent des hypothèses sous-jacentes pour disposer d'un modèle prévisionnel exempt d'erreurs matérielles et reflétant un développement réalisable ;
- Une fois examinées les prévisions, établies à 3 ou 5 ans, il faut estimer la performance financière que la cible est en mesure de maintenir à long terme ;
- Le coût du capital est la résultante de la rentabilité attendue par l'ensemble des partenaires de l'opération : prêteurs classiques (banquiers) actionnaires historiques, nouveaux entrants représentés, par exemple par un fonds d'investissements ;
- La valeur d'entreprise, selon la méthode du DCF, correspond à la somme des cash-flows actualisés auxquels on ajoute la valeur terminale actualisée de celle-ci.

Il convient de retrancher du montant obtenu, la dette nette pour obtenir une valeur d'*equity (capitaux propres)*. Le chiffrage de la dette nette peut faire l'objet d'âpres discussions, selon les rythmes d'investissement dans des actifs et donc des financements afférents, les échéances de remboursement d'emprunts, le niveau du BFR… Il est fréquent de devoir arrêter un niveau de BFR normatif. Le directeur financier devra anticiper cette problématique qui, sous la pression des investisseurs, est souvent abordée en phase finale des négociations.

Du taux d'actualisation retenu, la valeur d'equity peut varier très significativement ; d'où l'intérêt de construire une table de sensibilité établissant des valeurs d'equity en fonction des taux d'actualisation appliqués.

Cette méthode est très utilisée car elle repose sur une idée simple : une entreprise n'a de valeur que par la trésorerie qu'elle génère.

3.1.3. Les méthodes patrimoniales

L'approche patrimoniale regroupe l'ensemble des méthodes qui présentent un caractère historique et non prévisionnel. Ces méthodes sont essentiellement basées sur le patrimoine de l'entreprise (c'est-à-dire le bilan).

La valeur de l'entreprise est, selon cette méthode, basée sur des valeurs tirées du bilan en appliquant certaines corrections :

- Réévaluation des biens ayant pris ou perdu de la valeur : immobilier, terrain, fonds ;
- Réintégration d'actifs financés en crédit-bail (sans oublier leur contrepartie au passif) ;
- Intégration de passifs absents du bilan : c'est souvent le cas du passif social ;
- Suppression de non-valeurs : frais d'établissement, frais de recherche.

Les calculs nécessaires sont abordables dans certaines situations s'ils délivrent une valeur suffisamment proche de la valeur économique pour éclairer la valorisation. Is s'avèrent également utiles pour aborder la valeur de remplacement ou la valeur de liquidation de l'entreprise.

Le principal défaut de ces méthodes est qu'elles ne reflètent pas le potentiel économique futur l'entreprise.

3.1.4. Exemples de montages financiers

3.1.4.1. Cas du Venture et Capital Développement

	Création		1ère tranche				2ème tranche				BCE			
	Actions	%	Actions	Montant	Actions	%	Actions	Montant	Actions	%	Actions	Montant	Actions	%
fondateur 1	8 000	50,00%			8 000	35,00%			8 000	29,47%	200		8 200	29,35%
fondateur 2	3 000	18,75%			3 000	13,13%			3 000	11,05%	200		3 200	11,45%
fondateur 3	2 000	12,50%			2 000	8,75%			2 000	7,37%	200		2 200	7,87%
fondateur 4	3 000	18,75%			3 000	13,13%			3 000	11,05%	200		3 200	11,45%
Groupe Fondateurs	16 000	100,00%			16 000	70,00%	0	0	16 000	58,95%	8000	0	16 800	60,122%
fonds 1		0,00%	2 286	400 000	2 286	10,00%	1 429	250 000	3 715	13,69%			3 715	13,29%
fonds 2		0,00%	4 571	800 000	4 571	20,00%	2 857	500 000	7 428	27,37%			7 428	26,58%
Groupe Investisseurs	0	0,00%	6 857	1 200 000	6 857	30,00%	4 286	750 000	11 143	41,05%	0	0	11 143	39,88%
Total	16 000	100,00%	6 857	1 200 000	22 857	100,00%	4 286	750 000	27 143	100,00%	800	0	27 943	100,00%
Prix par action	1,00000	€		175,00	€			175,00	€				175,00	€
Valo pre-money	16 000	€	valo pre-money fully diluted	2 800 000	€		valo pre-money fully diluted	3 999 975	€			valo pre-money fully	4 139 975	€
Valo post-money	16 000	€	valo post-money fully diluted	3 999 975	€		valo post-money fully diluted	4 750 025	€			valo post-money fully	4 890 025	€
	0	€	montant tour	1 200 00	€		montant tour	750 000	€					
								0	€					
			dont VC	1 200 000	€		dont VC	750 000	€					

- Situation de départ : capital social de 16 000 € (valeur nominale par action d'un euro) réparti entre quatre fondateurs.
- Besoin de financement réel: 1,6 M€.
- Demande de financement : 1,95 M€ après augmentation de certaines charges, investissements, besoins du BFR pour éviter un futur bridge de trésorerie (CA plus faible que prévu, charges non prévues ou sous estimées) et laisser plus de marge à la société.
- Montage proposé par la société : une première tranche de 1,2 M€ et une seconde tranche de 0,75 M€. Ce type d' approche est très apprécié des investisseurs :
  - o Ils se réservent ainsi la possibilité de ne pas mettre la seconde tranche si des évènements non prévus (forte baisse du CA par rapport aux prévisions, humeur changeante des managers) intervenaient,
  - o Mécaniquement, le fait de diviser le financement apporté en deux tranches, améliore le TRI des investisseurs.

Pour la société, il sera toujours possible de remplacer la seconde tranche, qui est dilutive, par un autre type de financement obtenu par effet de levier (Oséo, prêt bancaire). Attention, dans le business Plan, il vaut mieux dans la mesure du possible, ne pas prendre en compte d' autres types de financement (Oséo, CIR, statut JEI, emprunt….), sauf dans le cas d'activités spécifiques comme les biotechnologies. La non-obtention de ces financements remettrait en cause le projet et donc la levée de fonds.
La 1ère tranche de 1,2 M€ est répartie entre le fonds 1 pour 0,4 M€ et le fonds 2 pour 0,8 M€, pour une valorisation pre-money (c'est-à-dire avant l'investissement), par hypothèse, de 2,8 M€. Chaque action vaut donc 2 800 000 /16 000 = 175€ (nominal de 1€ +prime d'émission). Le fonds 1 aura donc, aux arrondis près, 400 000/175 = 2 286 actions et le fonds 2 800 000/175 = 4 571 actions.
La valorisation post-money (donc après investissement) de la première tranche sera donc de 2,8 M€+ 1,2 M€ = 4 M€
Les investisseurs détiennent, après la première tranche, 30% du capital et les fondateurs 70%.
Après la seconde tranche de 0,75 M€, les investisseurs détiendront 41% du capital et les fondateurs près de 59%. Il a été considéré dans cet exemple que la valorisation pre-money de la seconde tranche était égale à la valorisation post-money du 1er tour. Il peut être décidé entre les fondateurs et les investisseurs que la valorisation sera fonction d'objectifs décidés préalablement d'un commun accord (ces objectifs étant alors indiqués dans le pacte initial signé lors du 1er tour), à la hausse ou à la baisse.

3.1.4.1.1. Montage par actions de préférence lors de valorisations élevées

Pour obtenir une valorisation plus élevée, un financement par actions de préférence est à privilégier par rapport à des actions ordinaires. En effet, en contrepartie d'une valorisation pre-money nettement plus avantageuse, il peut être décidé une répartition lors de la cession par tranches du prix de vente en priorité aux porteurs d'actions de préférence. Par exemple, imaginons que la valorisation pre-money classique soit de 2,8 M€ (les investisseurs ayant alors 30% du capital). Il peut-être décidé que la valorisation pre-money soit de 5 M€. En contrepartie, si la cession de la société se fait en dessous de 5 M€, il peut être prévu que les actions de préférence représentent alors 60% du capital et non 30%. Au-delà de 5 M€ de valorisation pour la sortie, les investisseurs retrouveront leur pourcentage de 30%. Plusieurs tranches de valorisation et de pourcentages associés, peuvent être prévues.

Ce montage par actions de préférence permet de compenser des difficultés liées aux négociations sur la valorisation (le management ayant tout intérêt à obtenir une valorisation la plus forte dès le départ, les prévisions de *business plan* étant rarement atteintes !). Ce montage peut néanmoins rendre plus compliqué d'éventuels tours de table. Les nouveaux investisseurs souhaitent alors souvent renégocier un ajustement des droits des actions de préférence des anciens investisseurs. Il est néanmoins possible de leur attribuer les mêmes droits.

3.1.4.1.2. Package pour les managers

Les managers, actionnaires ou non, peuvent négocier un intéressement en capital en fonction de l'atteinte d'objectifs prévisionnels parfois appelés *milestones* définis conjointement avec les investisseurs lors de l'ouverture du capital. Dans notre exemple, nous prenons également l'hypothèse que 800 Bons de Souscription d'Actions (BSA) ou Bons de Souscription de Parts de Créateur d''Entreprise (BSCPE) sont accordés aux fondateurs pour les reluer. Ils seront émis et exercés en cas d'atteinte d'objectifs préalablement définis. Cet intéressement peut se faire sous forme : d'ABSA (avec par exemple pour chaque ABSA, différents types de BSA rattachés ; BSA 1 pour le *milestone* 1, BSA 2 pour le *milestone* 2….), BSA, BSPCE...

La négociation d'un plan d'intéressement ou de relution du capital de quelques pourcents du capital ne pose en général pas de difficulté ; les investisseurs ayant tout intérêt à motiver fortement les managers.

De manière générale, il ne faut pas dissocier valorisation et montage.

3.1.5. Chronologie des opérations

Le synoptique suivant détaille cette chronologie

1/ PHASE DE SEDUCTION :	**2/ PHASE DE SELECTION DE L'INVESTISSEUR :**
- Envoi d'une présentation générale du secteur d'activité, de la société, de son *business model* et du *business plan* simplifié *(teaser)* - Rencontres avec les investisseurs - Réception des offres non engageantes des investisseurs - Sélection « en comité » d'une « short list » d'investisseurs	- Réception d'une lettre de confidentialité des investisseurs retenus *(Non Disclosure Agreement - NDA)* - Envoi aux dits investisseurs d'une information détaillée sur la société (historique, produits, clients, marges, perspectives, *business plan* détaillé,…) - Présentation du management aux investisseurs - Mise en place d'une *data room* - *Due diligences* comptables, financières (emprunts, besoin en fonds de roulement, trésorerie), juridiques (propriété intellectuelle, baux, contrats) et sociales - Réception des offres engageantes - Sélection « en comité » d'un investisseur
3/ PHASE DU SIGNING : - Valorisation définitive - Négociation du montage - Rédaction du pacte d'actionnaires - Saisine éventuelle des Autorités de la concurrence par l'investisseur - Rédaction et signature du protocole d'accord	**4/ PHASE DU CLOSING :** - Requêtes auprès du tribunal pour nomination éventuelle d'un commissaire aux apports, d'un commissaire aux avantages particuliers (BSA, actions de préférence,..) - Convocation de l'assemblée générale - Rapports généraux et spéciaux des commissaires aux comptes (suppression de DPS, actions réservées aux salariés, conventions réglementées,…) - Création du compte bancaire bloqué pour l'augmentation de capital - Tenue de l'assemblée générale extraordinaire - Réception, déblocage des fonds - Signature des nouveaux statuts et du pacte d'actionnaires - Remise à chaque actionnaire d'une copie du registre indiquant la détention des titres - Tenue du premier Conseil, nomination des instances dirigeantes

3.2. Le pacte d'actionnaires

Le pacte d'actionnaires marque le départ de la « vie commune », que des actionnaires, voire tous les actionnaires, vont mener pour réaliser le projet de développement de la société, en en définissant le mode de fonctionnement et en en établissant le terme.
Le pacte d'actionnaires n'a pas dans ses dispositions la même force que des clauses particulières insérées dans les statuts de la société, notamment parce que tous les actionnaires n'en sont pas nécessairement signataires. Il revêt cependant une grande importance à deux titres :

- Dans les négociations sur les différentes clauses à insérer dans le pacte, il permet aux fondateurs ou actionnaires actuels de la société de tester l'esprit et l'ambition des futurs investisseurs, de comparer les exigences des différents investisseurs.
- Le pacte définit aussi le mode de gouvernance et les objectifs de chacune des parties et constitue, de ce fait, le cahier des charges commun à tous les signataires pour une durée donnée.

*Le pacte d'actionnaires organise les relations entre actionnaires au travers **deux principaux types de clauses** :*
*- les clauses de **géographie du capital**, relatives aux modalités de transmission des actions émises par la société (droit de préemption, clause de sortie conjointe proportionnelle ou totale, clause de cession, etc.) ;*
*- les clauses de **gouvernance**, relatives aux modalités de gestion de la société.*
*Par ce contrat, les signataires s'obligent à faire ou à ne pas faire. Le contrat fait la loi des parties (Article 1134 du Code civil) et doit être exécuté de **bonne foi**.*

Philippe Torre
Avocat au Barreau de Paris
Cabinet Reinhart Marville Torre

Au-delà de l'identité des signataires, il comprend généralement trois parties :

- Compte tenu de la complexité de certaines clauses, une première partie est consacrée aux identifications des parties prenantes et aux définitions de termes techniques ou fréquemment utilisés, pour éviter tout quiproquo ultérieur ;
- Une deuxième partie précise la gouvernance de la société, au-delà de ce qui figure dans les statuts, avec des engagements éventuels de voter certaines décisions en conseil d'administration ou en assemblée d'actionnaires dans un sens commun selon des règles préétablies. La répartition des postes d'administrateurs peut aussi être évoquée

ainsi que la nomination du Directeur Général, des hommes clés, l'adoption des budgets, les modalités pour emprunter, investir, accepter ou donner des garanties, pour modifier le capital social. Elle précise aussi les modalités des contrôles et audits réalisés à la demande des investisseurs ;
- La troisième partie comporte les clauses relatives aux actions proprement dites, c'est-à-dire les droits et devoirs des actionnaires en tant que tels.

3.2.1. Clauses générales relatives aux actions

Les clauses générales ayant peu d'impact sont celles énumérées ci-dessous :
- **Inaliénabilité des titres** : *période de conservation des titres pour empêcher les fondateurs de vendre tout ou partie de leurs titres ;*

- **Droit de préemption** : *Cf tableau ci-dessous ;*

- **Droit de cession conjointe et proportionnelle** : *ce droit permet à un actionnaire de céder des titres dans des conditions identiques à celles offertes à un ou plusieurs autres actionnaires ;*

- **Droit de sortie conjointe totale** : *ce droit permet à un actionnaire de céder des titres dans des conditions identiques à celles offertes à un ou plusieurs autres actionnaires dans le cas où le(s) bénéficiaire(s) du transfert obtiendrait(ent) de ce fait le contrôle de la société (de concert ou non) ;*

- **Droit de préférence** : *cf tableau ci-dessous ;*

- **Changement de contrôle de la société résultant d'une opération financière modifiant la répartition du capital de la société** : *des investisseurs peuvent ne pas souhaiter qu'un tiers non désiré par eux puisse exercer le contrôle de la Société. Les investisseurs disposent alors d'un droit de retrait pour se désengager de la Société.*

Clause d'obligation de sortie (drag along) : cette clause est particulièrement à surveiller, *cf tableau ci-dessous ;*

Clause	Principe	Commentaires/Préconisations	Dangerosité pour les fondateurs
Droit de préemption	En cas de volonté de cession par un actionnaire de tout ou partie de ses titres, tout actionnaire bénéficie du droit d'acquérir à des conditions identiques à celles acceptées par le cessionnaire potentiel lesdits titres. NB : cette clause associée à la drag-along peut néanmoins être contraignante.	1. possibilité de prévoir un transfert de titres rémunéré en tout ou partie par l'attribution de valeurs mobilières d'une société tierce, auquel cas il conviendra de bien veiller à faire mentionner le valeur réelle en numéraire desdites valeurs mobilières et il est conseillé de faire expertiser ladite valeur par un expert ; 2. les conditions financières d'exercice du droit de préemption peuvent prévoir, qu'il y ait ou non un rapport d'expertise, une possibilité d'exercer le droit de préemption pour une valeur inférieure de 5%, par exemple, à celle mentionnée dans le projet de cession ; 3. il est loisible de prévoir le transfert ou non au bénéficiaire des titres d'éventuelles garanties données au transférant.	😐

Clause	Principe	Commentaires/Préconisations	Dangerosité pour les fondateurs
Droit de préférence	Dans les start-up et les sociétés en développement, il est quasiment toujours envisagé que la société ait besoin de lever ultérieurement de nouveaux fonds propres, auquel cas il est prévu de donner la possibilité aux actionnaires de maintenir leur niveau de participation dans le capital de la société.	Dans le cas d'une augmentation de capital auprès de nouveaux investisseurs tiers, les fondateurs ont tout intérêt à bien gérer leur communication auprès des précédents investisseurs, au titre des négociations en cours avec de nouveaux investisseurs. Si possible, il faut constituer plusieurs pools concurrents de nouveaux investisseurs : ceci atténuera fortement un possible revirement de situation des anciens investisseurs, non désireux d'augmenter leurs mises, qui pourraient avoir la tentation de faire échouer toute nouvelle augmentation de capital. Cette volonté de faire échouer une nouvelle ouverture de capital peut apparaître si les conditions sont jugées défavorables par les anciens investisseurs ou contraires à leurs intérêts. Par ailleurs, relevons que si un investisseur historique ne participe pas à un nouveau tour de table, les nouveaux investisseurs potentiels peuvent prendre peur.	☺
Obligation de sortie *Drag along*	Dès lors qu'une majorité qualifiée (selon un seuil de détention du capital, global et/ou en fonction de seuils par catégorie d'actionnaire, ou encore selon la décision de certain(s) actionnaire(s)) accepte de céder à un tiers sa participation dans la société, les autres actionnaires sont tenus de procéder à la cession de leurs propres titres.	Il est possible de prévoir que les seuils permettant de déclencher la clause de drag along soient variables dans le temps, par exemple 70% à l'issue de la période d'inaliénabilité, pour une période de deux ans par exemple, puis 40% pour une période complémentaire de deux années, et 20% au-delà.	☹☹☹

3.2.2. Clauses spécifiques aux fondateurs

Les clauses spécifiques aux fondateurs ayant peu d'impact sont celles énumérées ci-dessous :
- **Relations avec des sociétés contrôlées par le groupe fondateur** : *cette clause, peu fréquente, permet d'éviter une collusion d'intérêt entre la société où les investisseurs sont actionnaires, et d'autres sociétés où ils en seraient exclus ;*

- **Nantissement et succession** : *cette clause est sans enjeu majeur et ne pose en général pas de difficulté pour les fondateurs ;*

- **Engagements relatifs aux salariés de la société & Engagement de non concurrence** : *les investisseurs, à juste titre, souhaitent se prémunir contre tout différend ultérieur relatif à la propriété intellectuelle de développements réalisés par les salariés, ainsi que contre une concurrence potentielle des salariés aux activités de la Société ;*

- **Assurance homme clé** : *la société repose souvent sur un ou quelques hommes-clés. La société souscrit alors annuellement une assurance spécifique au cas où il(s) ne pourrai(ent) plus exercer leurs fonctions ;*

- **Faculté de substitution** : *les fondateurs peuvent se porter acheteurs des titres des investisseurs en remplacement d'un l'acquéreur. Dans le cas contraire, la cession se fera au profit de l'acquéreur pressenti ;*

- **Clause pari passu** : *certaines levées de fonds peuvent impliquer des actions de préférence disposant de droits particuliers : priorité en cas de liquidation, multiple sur le boni en cas de cession ou liquidation, répartition inégale du prix de cession entre actions ordinaires et actions de préférence selon des tranches prévues initialement… Les investisseurs veulent par cette clause obtenir les mêmes droits pour leurs titres, que ceux octroyés antérieurement à de précédents actionnaires ;*

- **Départ des fondateurs** : *cf ci-dessous ;*

- **Droit de suite** : *le droit de suite a pour objectif d'empêcher un fondateur de racheter aux investisseurs leurs titres à un prix inférieur au prix de vente ultérieur que le fondateur pourrait lui-même obtenir d'un acquéreur dans un délai donné ;*

- **Propriété intellectuelle** : *tous les droits de propriété intellectuelle pouvant être détenus par un fondateur doivent être apportés obligatoirement à la société. Le contrat de travail du fondateur reprendra cette disposition.*

Les principales clauses spécifiques aux fondateurs sont commentées ci-dessous en indiquant un indice de dangerosité.

Clause	Principe	Commentaires/Préconisations	Dangerosité pour les fondateurs
BSA/BSPCE attribués aux salariés	Les actionnaires peuvent prévoir un plan de BSA ou BSCPE, assimilables dans l'esprit à des stock- options pour les salariés, actuels (ou futurs, dans ce cas il faut laisser idéalement au management le choix ultérieur de les attribuer) afin de les motiver et/ou en cas en d'atteintes d'objectifs définis d'avance conjointement avec les investisseurs.	Un plan représentant environ 5% du capital est satisfaisant. Il peut également être utilisé pour intéresser des membres d'un comité de surveillance, scientifique, supervision… Il faut également prendre en considération que des salariés, qui sont ou peuvent devenir actionnaires, peuvent modifier les rapports entre actionnaires et vite introduire une réelle difficulté dans le fonctionnement de l'entreprise. Les intérêts peuvent en effet se révéler rapidement divergents.	☺
Mécanisme de rétrocession de TRI	Les fondateurs peuvent négocier une rétrocession de TRI de la part des investisseurs, en cas d'atteinte d'un certain niveau de TRI par ces derniers.	Une telle clause pourra être négociée en contrepartie d'autres clauses liées à la valorisation (par exemple, une ratchet, des actions de préférence…). En général, sauf vente de la Société à un prix relativement élevé, une rétrocession de TRI s'applique assez rarement.	☺
Départ des fondateurs	En cas de départ de fondateurs, les investisseurs souhaitent que ceux-ci leur cèdent tout ou partie de leurs titres. Le nombre de titres cédés sera inversement proportionnel à la durée pendant laquelle les fondateurs auront gardé leurs fonctions.	Cette clause est très importante, et doit faire l'objet d'une attention toute particulière selon qu'il s'agit d'un départ volontaire ou non du fondateur Le prix de cession devra idéalement se faire après valeur d'expertise, l'expert retenu devant être conjointement accepté par le fondateur concerné et la société (privilégier la société si possible aux investisseurs). Attention, certains investisseurs souhaitent obtenir une cession des titres du fondateur concerné au nominal, ce qui est très pénalisant. En cas de licenciement du fondateur, il est préférable d'indiquer que la cession de ces titres n'interviendra qu'après la validation définitive par un tribunal de la cause réelle et sérieuse.	☹☹
Buy or sell	Les investisseurs lorsqu'ils prennent une part au capital, envisagent dès le départ la revente de leurs titres, souvent à un horizon de 3 à 5 ans. La clause de *Buy or Sell* oblige les fondateurs à essayer d'assurer la liquidité des investisseurs. Un mandat peut alors être confié à un intermédiaire en vue de céder la société.	Cette clause n'est pas négociable pour un investisseur. Elle est *deal-breaker*. Un investisseur, qui ressent une réticence des fondateurs à pouvoir céder ses titres ultérieurement, sera enclin à abandonner le deal. Les fondateurs doivent ainsi rassurer les investisseurs, lors du process d'ouverture de capital, sur leur volonté sans ambiguïté de céder leurs titres à terme pour effectuer une plus-value substantielle. Tout autre discours risque de compromettre le deal. Cette clause est souvent considérée par les fondateurs comme l'une des clauses les plus contraignantes du pacte. Il faut cependant avoir à l'esprit qu'il est, en pratique, difficile de vendre une société contre l'avis de ses fondateurs, sans oublier que les fondateurs devront en cas de cession signer une garantie d'actif/passif, des ordres de mouvement….	☹☹☹

3.2.3. Clauses diverses

Les deux clauses suivantes doivent être particulièrement surveillées :

Clause	Principe	Commentaires/Préconisations	Dangerosité pour les fondateurs
Boni de liquidation et liquidation préférentielle	En cas de cession de l'ensemble des actifs de la société ou de la quasi-totalité de ces derniers, le prix de cession fera l'objet d'une distribution de dividendes par la société qui peuvent ne pas être répartis en fonction de la seule quote-part au capital de la société.	Cette clause a un impact important sur la plus-value de chaque actionnaire. Elle peut assurer une rentabilité de leur investissement (sauf en cas de valeur des actifs nulle) aux investisseurs. Cette clause peut-être une contrepartie à une valorisation élevée lors de l'ouverture de capital.	☹☹☹
Ratchet	Cette clause a pour but d'assurer à (un ou) des investisseurs la possibilité de détenir des produits financiers « anti-dilutifs », généralement des BSA, pour le cas où un tour de table ultérieur interviendrait et/ou une cession inférieure au prix d'acquisition de ses titres. En l'occurrence, c'est une forme de récompense du risque pris par les premiers investisseurs.	Comme pour toute clause particulière, il peut s'avérer utile de fixer des niveaux de sa validité et donc de considérer 1. qu'une opération serait diluante dès lors que le montant en jeu est supérieur à une somme donnée ou que le pourcentage de dilution est supérieur à x %. 2. que les titulaires de BSA anti-dilutifs ne pourront souscrire à l'opération diluante que dans la mesure où ils exercent un pourcentage minimum donné de leurs droits, 75% par exemple ; toute opération complexe étant difficile à décrire précisément en termes juridiques, il est préconisé de joindre en annexe un exemple d'application de ce type de clause pour limiter tout malentendu ultérieur.	☹☹

3.2.4. Garanties

Les actionnaires historiques devront apporter des garanties aux nouveaux investisseurs, pour leur assurer qu'ils achètent bien des actions correspondant réellement à la valeur connue des actifs et passifs de la société dans laquelle ils investissent.

L'étendue des garanties est large, et peut couvrir les éléments de propriété intellectuelle, les litiges en cours, identifiés ou à venir avec les salariés, clients, fournisseurs, partenaires, les dettes en cours, les engagements hors bilan éventuels.

3.2.5. Efficacité et portée réelle du pacte

Quelles sont les sanctions applicables en cas de non respect du pacte ?
En cas de non-respect du pacte, la question des sanctions applicables à un manquement se posera.

*1.La première sanction sera sans nul doute l'**atteinte à la réputation** du contrevenant : le milieu du capital-investissement est restreint et un chef d'entreprise (ou un investisseur) qui aura sciemment violé un engagement substantiel prévu au pacte aura les plus grandes difficultés à procéder à une levée de fonds ou à toute autre opération en fonds propres, même s'il existe des contrexemples fameux...*

*2. Juridiquement, la sanction principale du manquement à un pacte sera comme pour « toute obligation de faire ou de ne pas faire » l'allocation de « **dommages et intérêts** » (Article 1142).*

Le signataire lésé devra justifier 1) d'un préjudice résultant de la violation du pacte et 2) d'un lien de causalité entre la violation du pacte et le préjudice allégué. Il lui faudra également chiffrer son préjudice ce qui ne sera pas toujours aisé.

Philippe Torre
Avocat au Barreau de Paris
Cabinet Reinhart Marville Torre

Comment est condamné l'actionnaire contrevenant ?
Dans une affaire où un actionnaire avait cédé ses titres sans respecter la clause de cession qui aurait permis à ses coactionnaires de céder leurs propres titres aux mêmes conditions de prix et de garantie, les tribunaux ont condamné l'actionnaire contrevenant à réparer la perte de chance subie par les autres actionnaires (CA Paris, 29 septembre 2009, C^ie de Finance pour l'industrie).

*1. Le signataire qui s'estime lésé par la violation du pacte pourra également obtenir en justice son **exécution forcée** pour autant qu'elle soit encore possible et que la **mauvaise foi** du contrevenant soit démontrée.*

Cette solution sera écartée si l'acquéreur des actions est de bonne foi (CA Paris, 30 juin 1995, S^té Metaleurop c. S^té Financière Delot et Cie).

*2. L'actionnaire victime d'une violation d'un pacte peut aussi « **demander que ce qui aurait été fait par contravention à l'engagement soit détruit** » (Article 1143). Cette solution n'est pas fréquemment admise par les tribunaux dans la mesure où elle peut affecter les droits de tiers de bonne foi.*

Mais la Cour de cassation a cassé un arrêt d'appel qui avait ordonné la rétrocession de la moitié des actions au profit d'un actionnaire lésé, en rappelant qu'une obligation de faire ou de ne pas faire peut être sanctionnée par la destruction de ce qui a été fait en contravention avec l'engagement, en l'espèce par la nullité de la cession intervenue en fraude du pacte (Cass. com., 24 mai 2011, S^té Veolia propreté).

Le pacte d'actionnaires peut enfin prévoir à l'avance les sanctions applicables en cas de violation de ses dispositions, assortie d'une mention expresse à l'article 1142 susvisé.

Philippe Torre
Avocat au Barreau de Paris
Cabinet Reinhart Marville Torre

3.2.6. Le cas du bridge de trésorerie : La clause essentielle non écrite dans le pacte

Dans le cadre du développement de la société, qui peut être très rapide dans le cas d'une start-up, ou même d'une société en capital-développement, il se peut que la croissance du chiffre d'affaires soit d'un niveau bien supérieur à celui des flux de trésorerie dégagés, en raison par exemple de politiques marketing ou de recherche ambitieuses ou, plus simplement, de décalages de paiement trop importants des clients.
Les dirigeants résistent bien difficilement à un développement rapide du CA, qui justifie le bien fondé de leur *business model*. La nécessité, pour faire face aux échéances de paiement, d'un bridge de trésorerie apparaît alors. Les investisseurs, qui disposent seuls des fonds permettant à la société de poursuivre son activité, vont alors monnayer très chèrement leur nouvel apport momentané de fonds.
Lors du bridge de trésorerie, les investisseurs sont en position de force pour négocier le refinancement de la société, les négociations se faisant presque toujours au détriment des fondateurs. Il n'est pas rare qu'un investisseur passe ainsi de 20 à 30% du capital avant le bridge, à 70-80% après le bridge, pour un refinancement souvent très inférieur au tour initial.
La trésorerie doit ainsi être anticipée, il ne faut pas hésiter à chercher de nouvelles sources de financement 8 mois avant le bridge, lorsque les clignotants sont encore au vert.
Le directeur financier a tout intérêt à bien faire comprendre au Directeur Général le mécanisme du bridge, afin de pouvoir mieux arbitrer entre croissance et gestion des liquidités. Il n'est pas toujours simple de brider la croissance, cependant c'est souvent lors d'un bridge de trésorerie que le pouvoir change de main, et ceci souvent au détriment du Directeur Général et de son directeur financier.
Attention, contrairement aux idées souvent répandues, la valorisation négociée lors du bridge est souvent non corrélée aux performances réalisées par la société. Par exemple, même en cas de forte hausse du chiffre d'affaires de la société par rapport au CÀ lors de l'investissement initial, la valorisation négociée lors du bridge peut-être beaucoup plus basse. Le bridge de trésorerie est une opération de gré à gré, au cours de laquelle les fondateurs sont en position de faiblesse.

Les fondateurs, ou tout actionnaire, n'ont d'ailleurs pas à privilégier leurs intérêts en tant qu'actionnaires par rapport aux intérêts de la société. Ils sont alors malheureusement souvent obligés d'accepter les nouvelles exigences des investisseurs lors d'un bridge.

3.3. Contraintes fiscales

L'administration fiscale exerce depuis plusieurs années une pression fiscale accrue sur les groupes sous LBO et ceux faisant l'objet d'opérations par un fonds d'investissement étranger. Il appartient au management de bien anticiper les contraintes et les risques fiscaux dès le stade du montage de l'opération envisagée.
Le management doit se faire conseiller sur ces aspects dans le cadre de l'ingénierie de l'opération en fonds propres en y incluant l'étude de l'impact de l'opération sur la fiscalité personnelle des actionnaires historiques.

On note en particulier l'extension du dispositif de lutte contre la sous-capitalisation en 2011, qui a contribué à limiter le levier fiscal dans le cadre d'acquisitions en LBO ou dans le contexte d'opérations de croissance externe. Des limitations spécifiques ont été introduites sur la déductibilité à l'impôt sur les sociétés des intérêts qui rémunèrent les prêts consentis par des actionnaires directs et plus généralement, les prêts consentis par une « entreprise liée » à l'emprunteur.
Egalement le récent dispositif Carrez vise à exclure la déduction des charges financières supportées par une entreprise française essentiellement dans le cas d'opérations réalisées en France par des fonds d'investissement étrangers. Une telle situation peut induire une pression supplémentaire sur le retour sur investissement que le management doit apporter au fonds.

3.4. Gouvernance

3.4.1. Points clés

La gouvernance est un point fondamental de la saine gestion d'une PME à laquelle le Directeur Général et le directeur financier doivent veiller de concert et un sujet auquel les investisseurs accordent une attention et une implication de plus en plus fortes. Il s'agit non seulement d'un mode de séparation des pouvoirs (la direction et la gestion opérationnelle vs le contrôle et la supervision) mais aussi d'un mode de coaching et d'appui au chef d'entreprise (accompagnement et pilotage stratégique).

L'organisation de la gouvernance se veut de plus en plus soignée au fil du temps en raison des risques croissants pour les acteurs, notamment ceux de se voir attribuer la qualité de dirigeant de fait. D'un modèle implicite, la gouvernance est passée à un modèle de plus en plus explicite, avec formalisation de la mécanique et du fonctionnement, et avec typologie et professionnalisation du métier d'administrateur. De même, une vigilance croissante est portée sur d'éventuelles conséquences sociales (risques liés à la notion de groupe de sociétés et de co-emploi par revendication de holding faitière animatrice) par une claire séparation des responsabilités entre les organes de gestion et ceux de contrôle.

La pression de l'environnement économique et sociologique tend vers une responsabilisation croissante des acteurs de la gouvernance et, en conséquence, une clarification du rôle de l'actionnaire et de celui de l'administrateur. L'investisseur en capital privilégie souvent la structure à Conseil de Surveillance et Directoire aux motifs de la clarté des rôles et responsabilités de chacun et de l'absence de confusion en termes d'activité, de direction et d'organisation.
Cette pression oblige donc à :

- Rechercher, à travers un cadre contractuel de gouvernance adapté, le bon équilibre entre les droits et les responsabilités de l'investisseur ;
- Mettre en place et respecter de bonnes pratiques de gouvernance.

3.4.2. Cadre contractuel de la gouvernance

3.4.2.1. Le choix d'organisation

Le choix de structure et d'organisation se réalise en amont, lors des négociations sur l'investissement en capital, d'une part selon la durée de vie prévue et, d'autre part, selon le degré d'intervention souhaité (investisseur majoritaire ou minoritaire, *hands-on/hands-off…*).

3.4.2.2. Les règles de la gouvernance : le règlement intérieur du Conseil

Le Conseil de surveillance établit et adopte des règles de fonctionnement écrites, qui constituent son règlement intérieur.
Le règlement intérieur a notamment pour objet de :

- Préciser la composition, l'organisation, le rôle et les pouvoirs du Conseil en reprenant, précisant et, le cas échéant, complétant certaines dispositions légales et statutaires existantes ;
- Optimiser l'efficacité des réunions et des débats et servir de référence pour l'évaluation périodique que le Conseil fera de son fonctionnement ;
- De manière plus générale, inscrire le contrôle permanent exercé par le Conseil sur la gestion de la société par le Directoire dans le cadre des règles les plus récentes garantissant le respect des principes fondamentaux du gouvernement d'entreprise.

À ce titre, le règlement sera formalisé à l'attention de tous ses membres. Par exemple, sa structure peut se composer de quatre parties comme suit :

- 1/ Composition, organisation et fonctionnement du Conseil,
- 2/ Compétences et pouvoirs du Conseil,
- 3/ Comités,
- 4/ Déontologie des membres du Conseil.

Chaque membre du Conseil est individuellement tenu au respect du règlement intérieur. Il est à usage interne et n'a pas vocation à se substituer aux statuts de la société mais il les met en œuvre de façon pratique. Il ne peut donc être opposé à la société par des tiers.

Son existence est également portée à la connaissance des actionnaires de la société.

3.4.2.3. Les dispositions et privilèges statutaires

Certaines clauses du pacte constituent des choix de base en termes de règles de gouvernance, en particulier le préambule avec les définitions et les intentions des parties, l'identification et la représentation des investisseurs, les clauses de droit de vote sur les décisions stratégiques, les clauses d'obligation d'information, les clauses relatives aux actionnaires salariés.

Enfin si certaines dispositions de gouvernance ont une importance juridique de structure, contrôle et supervision, il convient alors de les insérer dans les statuts de la société.

Les relations entre les actionnaires d'une part et entre les actionnaires et la société d'autre part, sont régies par des règles juridiques dont le principe essentiel énonce que la quotité de capital détenu détermine la proportionnalité de ses droits de vote. Cependant, ce principe général est atténué par la faculté de créer des catégories d'actions ayant des privilèges spécifiques, le principe d'égalité des actionnaires s'appliquant alors au sein d'une même catégorie d'actions.

L'investisseur (surtout en position minoritaire et tout particulièrement en l'absence de minorité de blocage) va d'abord rechercher à protéger et contrôler son investissement dans le pacte social. Il a donc intérêt à disposer d'actions privilégiées aux prérogatives statutaires fortes. Mais au-delà, il va renforcer son statut par un pacte d'actionnaires présentant des caractéristiques de flexibilité, de confidentialité et d'efficacité mieux à même de défendre ses intérêts à travers une action de concert avec les actionnaires majoritaires dirigeants de la société.

Bien évidemment, les prérogatives au niveau du pacte social assurent un réel pouvoir juridique sur le fonctionnement de la société et ses dirigeants, ceci en toute transparence et légalité vis-à-vis des autres actionnaires. Mais le moment et les conditions d'entrée de l'investisseur au capital impactent fortement sa capacité à imposer des prérogatives au niveau statutaire. L'entrée de l'investisseur en « sauveur » ou en « partenaire de la croissance » modifie inévitablement l'équilibre des forces en présence.

Les privilèges statutaires que l'on rencontre le plus fréquemment sont :

- Privilèges pécuniaires :
  - o Répartition des bénéfices,
  - o Répartition de l'actif social,
  - o Droit de retrait.
- Privilèges extra-pécuniaires :
  - o Droits étendus d'information et de communication,
  - o Droits étendus d'expertise (nomination du CAC, pouvoir de mandatement de missions d'audit approfondi),
  - o Droits d'avis et d'autorisations préalables (contrôler les opérations de gestion),
  - o Privilèges anti-dilution (contrôler les opérations sur capital),
  - o Représentation au conseil d'administration.

En conclusion, l'investisseur a intérêt à disposer d'une part d'actions privilégiées aux prérogatives statutaires fortes et d'autre part d'un pacte d'actionnaires présentant des caractéristiques de flexibilité, de confidentialité et d'efficacité mieux à même de défendre ses intérêts à travers une action de concert avec les actionnaires majoritaires dirigeants de la société.

3.4.3. Pratiques usuelles en matière de gouvernance

La mise en œuvre de bonnes pratiques s'avère nécessaire afin que les faits ne traduisent pas une ingérence des actionnaires et administrateurs dans la gestion ou au contraire des défauts de surveillance qui, dans les deux cas, seraient de possibles sources de mise en responsabilité. À ce titre, il est communément rappelé que l'administrateur a, en contrepartie de ses droits, des devoirs (en premier lieu de présence et d'exemplarité). Sa prise de fonction peut faire l'objet de conditions, il peut lui être confié des missions déléguées, son interaction avec le management est empreinte d'intelligence dans un rôle de coaching, stimulation et contrôle.
C'est à travers le pacte d'actionnaires que l'investisseur peut compléter fortement son dispositif de protection de ses intérêts, ceci dans les trois directions suivantes :

Influencer directement et/ou indirectement la prise de décision	La convention de vote	Organiser la répartition des sièges dans les organes statutaires (conseil d'administration, conseil de surveillance).
		Organiser la prise de décision qui sera défendue au nom du groupe d'actionnaires dans les organes statutaires.
	La promesse de porte fort	Obtenir l'engagement d'un actionnaire majoritaire, membre du pacte, d'obtenir l'accord préalable de l'investisseur minoritaire avant de voter des décisions stratégiques.
Contrôler la gestion de la société	Mettre en place des comités ad'hoc	Disposer de moyens de supervision des grands domaines de risques (orientation de la R&D, choix des orientations industrielles, investissements et acquisitions, politique des rémunérations).
	Mettre en place un reporting périodique et plus détaillé que les exigences légales	Disposer des informations opérationnelles très rapidement et régulièrement et ainsi renforcer le contrôle de l'activité et du pilotage par les dirigeants. Il s'agit des documents financiers classiques (budget mensualisé, réalisé mensuel par business unit, trésorerie, effectifs, BFR) mais aussi des indicateurs de risques (contentieux en cours, contrôles administratifs, reports de paiement des dettes sociales et fiscales, cession de créances, allongement des délais de règlement des fournisseurs).
	Faire procéder à des missions d'audit	Obtenir d'un tiers expert une appréciation des actifs, comme des politiques stratégiques.
Encadrer les actionnaires dirigeants	Engagement de non-concurrence	S'assurer que le dirigeant ne développe pas une activité concurrente à travers une prise de participation ou une fonction de conseil.
	Encadrement des conventions réglementées entre membres du pacte	Empêcher le transfert de bénéfice au détriment de l'investisseur à travers des redevances ou des prestations de services indues.
	Encadrement de la rémunération et des avantages en nature	Mettre en place un système de rémunération au service du développement de la valeur de la société.
	Contrôle de l'affectation des actifs de la société	Contrer toute appropriation par les dirigeants à des fins personnelles de tout ou partie des actifs industriels et intellectuels de la société.
Prévoir sa sortie	Clause d'exclusion	Forcer la vente des actions de l'actionnaire qui n'a pas respecté le pacte dans des situations déterminantes.
	Clause de retrait-sanction	Forcer le rachat des actions de l'investisseur par les autres actionnaires du pacte dans le cas de litiges déterminants

À travers les actions privilégiées et le pacte d'actionnaires, l'investisseur traduit sa stratégie en entrant au capital de la société et son niveau d'engagement au côté des dirigeants historiques.
La gouvernance est donc le reflet du nouveau rapport de forces au sein de la société. Mais la forme que va revêtir cette gouvernance est fortement influencée par la profonde aversion des fonds aux risques et, plus particulièrement, au risque d'être appelé en responsabilité vis-à-vis de créanciers en tant que gestionnaire de fait.
Il y a donc un équilibre qui va être mis en place entre d'une part la protection des intérêts du fonds par un contrôle régulier et assez prégnant de la société et, d'autre part, une certaine distanciation vis-à-vis de la gestion opérationnelle de la société. Participer à la définition des grandes orientations, oui, mais piloter les activités au jour le jour, non.
À cela s'ajoute la stratégie du fonds : soit il est purement financier, soit il est très orienté industriel.

Dans le premier cas, le fonds va se comporter vis-à-vis du risque comme un banquier et focalisera son contrôle sur les indicateurs financiers (trésorerie en priorité) et la protection des actifs (audits renforcés). Bien entendu, il inscrit également dans sa stratégie de revente à moyen terme, la progression de la valorisation de la société à travers la réalisation de son *business plan* est régulièrement scrutée et interrogée. Le fonds demande alors l'instauration de principes et de règles de gouvernance qui ne devraient pas le conduire à être mis en cause par les autres actionnaires ou plus généralement par la justice à travers des actions du personnel ou des créanciers. Le poids de la communication financière et le rôle des auditeurs externes sont alors déterminants dans ce type de gouvernance.

Dans le second cas, le fonds qui n'en reste pas moins un investisseur exigeant, va mettre en place une gouvernance plus « engagée ». Si nous distinguons deux stratégies industrielles à l'origine de l'investissement, cette différence d'objectifs ne modifie pas selon nous les modalités de la gouvernance. L'entrée au capital peut répondre à une volonté de verrouiller une nouvelle technologie ou un savoir-faire au seul bénéfice de l'industriel qui peut ainsi se l'approprier, tout en sécurisant son approvisionnement. C'est l'accès de grands groupes aux travaux de start-up en mal de financement. L'autre stratégie industrielle apparaît avec des fonds de type *family office*, qui investissent sur le long terme et veulent accompagner pour cela le développement de la société pour valoriser leur portefeuille de diversification.

Dans ces deux cas, la gouvernance a un fort volet opérationnel (comités ad'hoc technique, scientifique et d'investissement, contrôle des plans d'actions des dirigeants, évaluation des stratégies commerciales et de leurs résultats...) qui doit donner corps au reporting financier tant sous son aspect résultat que sous son aspect cash.
Comme l'implication de ces fonds les conduit à être majoritaires, ils restent vigilants sur les aspects juridiques vis-à-vis des actionnaires minoritaires. Mais la logique veut que les minoritaires ne soient plus que des acteurs opérationnels (souvent des créateurs historiques) qui partagent les mêmes objectifs de développement. Dès lors, une clause de rachat des actions des dirigeants avec forte valorisation en fonction de la progression des résultats est fortement incitative. Elle organise ainsi la convergence des objectifs, garante de la réussite de l'attelage recomposé.

Comme les autres minoritaires ont vocation à disparaître à travers des opérations de rachat, souvent engagées à la faveur de l'entrée au capital de l'investisseur, la gouvernance en est alors simplifiée, répondant théoriquement aux seules stratégies des parties prenantes. Il est bien sûr évident que le pacte d'actionnaires est aussi le résultat d'un rapport de forces au moment de sa négociation et qu'il peut être plus ou moins contraignant pour les dirigeants historiques selon les forces et les faiblesses de la société.

Des commissions de l'AFIC ont mené des travaux sur les sujets des règles de gouvernance et des bonnes pratiques, notamment en termes de valeurs, de responsabilités et d'engagement des investisseurs en capital. Le site internet de l'AFIC propose divers guides de bonnes pratiques dans des situations variées (capital investissement, capital-risque LBO en difficulté…) dont la lecture est recommandée.

3.4.4. L'importance d'une bonne double gouvernance

En conclusion, face à une montée des risques, le principal moyen de protéger les actionnaires, administrateurs et dirigeants de sociétés est une gouvernance de qualité. Une bonne gouvernance actionnariale, avec une formalisation des rôles et responsabilités de chacun et son respect par chacun, induit une bonne gouvernance opérationnelle dans l'entreprise à hauteur des enjeux stratégiques – avec prise en compte d'un comité de direction présidé par le Président qui bénéficie d'une vraie autonomie de gestion, d'un comité de suivi financier nommé par le Conseil qui demande des comptes au management sur les aspects budgétaires et financiers, des réunions de conseil équilibrées sur les sujets de stratégie et de reporting. En complément, la transparence de l'information et la qualité du reporting constituent également des règles de base d'une bonne double gouvernance (actionnariale et opérationnelle), gage de succès pour tous les acteurs.

4 Après l'augmentation de capital

4.1. Relation avec les investisseurs

4.1.1. Introduction

L'arrivée d'un nouvel investisseur dans le capital d'une société implique, le plus souvent, un changement des méthodes de gestion qui aura un impact important sur le rôle du directeur financier. Ceci est évident pour certains aspects techniques, tel que le reporting ou l'approbation du budget, mais les implications vont bien souvent nettement plus loin, avec des modifications dans la culture, surtout financière, de l'entreprise. Le directeur financier doit être au centre de la transition, aussi bien dans son intérêt, que dans l'intérêt de l'entreprise. En effet, de par sa relation privilégiée avec les actionnaires, il est le mieux positionné pour mener à bien les transformations nécessaires, à condition d'y être bien préparé.

Comme dans tout projet de gestion de changement, il est important d'obtenir l'implication des équipes financières mais aussi de l'ensemble des acteurs de l'entreprise. Il s'agit d'un projet qui donne beaucoup de visibilité au directeur financier et lui permet de renforcer sa position dans l'entreprise, mais il représente naturellement aussi un danger en cas d'échec.

Naturellement, chaque investisseur, et chaque entreprise, a sa propre histoire et ses besoins spécifiques ; il convient d'adapter ces conseils en fonction de la situation. Le directeur financier confronté à l'arrivée d'un nouvel investisseur pourra utiliser ce chapitre comme une grille d'analyse pour préparer un plan d'actions.

4.1.2. Reporting

C'est le reporting qui est le lien le plus visible et souvent le plus sensible, entre le directeur financier et les investisseurs. Il mérite donc une attention particulière, et doit être une priorité pour le directeur financier ; c'est aussi un élément de sa communication personnelle. Tout en conservant une longueur d'avance, le maintien de la transparence dans le reporting récurrent aux investisseurs s'avère primordial. En particulier, le directeur financier doit disposer des moyens pour satisfaire à la fois son Directeur Général, les autres acteurs internes et les investisseurs. Il est important que le reporting aux investisseurs soit cohérent avec le reporting interne :

- Le directeur financier n'a pas de temps à perdre en multipliant les rapprochements et explications des écarts entre les deux sources d'informations ;
- L'alignement des intérêts des actionnaires et des opérationnels passe donc par un reporting identique ;
- Un seul système réduit les coûts de production de l'information.

Mais un système unique implique des changements et des adaptations, le reporting devient ainsi un outil du projet d'entreprise.
La première action du directeur financier sera de comprendre les besoins de l'investisseur, ses contraintes et ses priorités. Ces besoins sont liés au statut de l'investisseur (société cotée, entreprise étrangère…) mais aussi à sa culture : rapidité de décisions ou process lourds, degré de centralisation.

- Plusieurs niveaux d'exigences peuvent être identifiés :
  - o Comptables : quels sont les besoins de l'investisseur pour sa propre consolidation ? Quel référentiel (IFRS, US GAAP…) ? Quel niveau de détail ? Existe-t-il un « reporting pack »mensuel, trimestriel, annuel ? Quel est le seuil de matérialité ?
  - o Opérationnels : l'investisseur s'intéresse-t-il à des indicateurs opérationnels, ou se contente-il d'éléments financiers ? A-t-il ses propres indicateurs de performance ou attend-il que le directeur financier propose des indicateurs appropriés ?
  - o Fiscaux : dans le cas d'investisseurs étrangers, en particulier américains, le reporting fiscal peut être très lourd, et exiger des informations que la société n'a pas l'habitude de produire (par exemple : détails sur le statut de ses actionnaires). Souvent, ces besoins ne sont communiqués qu'à la dernière minute, il faut donc mieux anticiper la question ;
  - o Valorisation : un investisseur financier aura besoin d'une valorisation de l'entreprise au moins une fois par an, peut être trimestriellement ou semestriellement. En général, cette valorisation sera basée sur le DCF du *business plan*. Le plan annuel, produit par le management de l'entreprise, représente donc un enjeu capital.

EXEMPLES DE REPORTING, KPI, OUTILS DE SUIVI DE PERFORMANCE ; ÉLÉMENTS CLÉS D'UN REPORTING, FRÉQUENCE

Le *business plan* est central pour l'investisseur. Il s'en sert pour la production de son propre reporting. Au moment de l'investissement, le plan a servi de base pour la négociation ; tout changement de ce plan entraine des conséquences importantes. Cependant, le directeur financier n'est pas le seul maître du plan, même s'il en est souvent considéré comme le seul responsable de son exécution. En effet, le plan doit impérativement refléter les données venant des opérationnels, ainsi que la stratégie définie par le Directeur Général. Si les données d'entrée changent, le plan doit être revu. Attention cependant, toute modification est sensible pour l'investisseur, d'autant plus si la personne responsable de la décision d'investir est également impliquée dans le suivi de gestion de la participation. Il faut donc clairement analyser les écarts entre les versions successives du plan et fournir des explications appropriées. L'investisseur comparera la dernière version du plan avec celle qui a motivé sa décision d'investissement : le directeur financier doit maitriser les différents scénarii du *business plan* pour être en mesure de les expliquer.
Souvent, le rôle clé du plan annuel est nouveau pour l'entreprise : les équipes opérationnelles, essentielles pour le développement et mise à jour de ce plan, doivent être sensibilisées à l'importance des hypothèses qu'elles retiennent pour sa construction.

La mise en place d'un nouveau reporting aura un impact sur les systèmes, les process et le contrôle interne. Il faut tout d'abord faire admettre par les parties intéressées, dont les investisseurs, que le changement implique une période de transition. Il faut aussi prévoir les modalités de la transition et maintenir une crédibilité auprès des investisseurs en attendant que les nouveaux outils de reporting soient disponibles et, par sagesse, se ménager une certaine marge de sécurité pour respecter les délais de mise en place convenus. Une mise en place progressive rassurera les investisseurs et sera plus facile à gérer. Par exemple, on peut ajouter chaque mois un élément au reporting qui va dans le sens souhaité par les investisseurs.

Avant de démarrer le projet « nouveau reporting », il importe de clairement définir les « livrables » :

- Contenu : voir encart ci-dessus ;
- Périodicité : certains éléments peuvent être fournis mensuellement, d'autres trimestriellement. Le délai peut varier selon le besoin : par exemple, un flash pour le chiffre d'affaires 48 heures après la fin du mois, puis un reporting complet dans les jours qui suivent.
- Diffusion : en précisant le point suivant, quelles informations pour quels destinataires.

Le directeur financier doit souvent raccourcir les délais de production du reporting, le nouvel investisseur ayant des contraintes ou des habitudes qui exigent une connaissance rapide des résultats.
Tous ces changements auront un impact sur les équipes finances et opérationnelles. Il s'agit donc de mettre en place des outils de gestion de changement qui sont à intégrer pleinement dans la direction du projet.
L'arrivée d'un nouvel investisseur est souvent accompagnée d'une levée de dette bancaire qui conduit fréquemment à des besoins complémentaires en termes de reporting : en plus d'un reporting financier classique (compte de résultat, *cash-flow*, bilan) s'ajoute un chapitre concernant le suivi des *covenants*. La rédaction des *covenants*, souvent complexe, mérite une étude approfondie avant de faire le premier reporting :

- Certains *covenants* peuvent se prêter à des interprétations différentes, laissant un choix au directeur financier ;
- Afin d'éviter toute contestation ultérieure, mieux vaut un reporting très détaillé, donnant tous les éléments de calcul ;
- Si, comme c'est généralement le cas, le reporting sur les covenants est certifié par les commissaires aux comptes, il faut aussi prendre le temps de valider les options prises avant de finaliser le reporting.

LES COVENANTS

Les *covenants* sont des clauses typiques variant en fonction de la situation de l'entreprise et de ses préteurs. La documentation peut faire quelques centaines de pages.

Exemples de covenants
A. Information
   a. Reporting : mensuel, trimestriel, annuel (format, détails à inclure, délais de distribution)
   b. Audit ou revue par les commissaires aux comptes
   c. Budget
   d. Présentation annuelle aux préteurs réalisée par le DAF

B. Financiers
Ces contraintes sont généralement à mesurer trimestriellement (quelques fois annuellement) et peuvent faire l'objet d'une certification par le CAC ; elles peuvent évoluer dans le temps.
   a. Ratio dette nette/EBITDA
   b. Ratio EBITDA/intérêts financiers
   c Ratio cash-flow/intérêts nets
   d. Capex

C. Autres
   a. Pas de cessions/acquisitions sans accord
   b. Interdiction de contracter une dette complémentaire
   c. Contrôle des transactions avec les actionnaires
   d. Toute sureté réservée aux préteurs
   e. Souscrire assurances
   f. Couvrir risque de taux

En conclusion, le changement de reporting est généralement un projet important. Le directeur financier doit s'assurer qu'il dispose d'une équipe suffisante, et suffisamment qualifiée, pour le mener à bien, avec l'aide ponctuelle de conseils extérieurs.

4.1.3. Confiance

Le directeur financier représente le lien de confiance entre l'entreprise et les investisseurs. La confiance ne se décrète pas, elle se créée jour après jour, et peut disparaitre très rapidement, surtout en cas de crise. On note d'ailleurs une différence d'approche entre le directeur financier nommé par les investisseurs et le directeur financier « historique dans l'entreprise ». Lors de l'arrivée d'un nouvel investisseur, le directeur financier doit être proactif afin de créer une relation positive. La qualité de cette relation dépendra, bien sûr, des personnalités de chacun ainsi que de l'historique de celle-ci, mais il convient de veiller à ce que ce soit une relation d'égaux (et non d'égos). Bien que l'investisseur se trouve en haut de l'organigramme, le directeur financier n'est pas hiérarchiquement dépendant de l'investisseur ; il dépend du Directeur Général. Dès le départ, le directeur financier doit donc établir une relation « d'adulte à adulte » dans le langage de l'analyse transactionnelle, c'est-à-dire d'égal à égal, ce qui permet d'assoir sa crédibilité et d'augmenter le poids de son influence. À éviter, donc :

- Une attitude de servilité, prêt à tout faire,
- Une méfiance non-justifiée,
- Un manque de coopération.

En même temps, c'est l'occasion pour le directeur financier de se vendre, de communiquer sa valeur ajoutée.

Au préalable, il faut identifier les bons interlocuteurs chez l'investisseur. Dans le cas d'un établissement important, on peut demander l'organigramme, mais attention aux divergences entre les fonctions théoriques et réelles !

Ce qu'apprécie surtout un investisseur c'est l'absence de surprises, même bonnes ! Au directeur financier donc de préparer le terrain et de gérer les attentes.

Cette mise en relation est facilitée si on comprend bien les besoins des investisseurs et leurs contraintes. Par exemple, dans le cas d'un projet d'investissement, l'approbation sera facilitée si on se met à la place de l'investisseur. En particulier, sa réaction peut être différente selon qu'il est en mode de *fundraising* ou de *build up* ; que son investissement, c'est-à-dire l'entreprise ait ou non une bonne image à l'intérieur de l'établissement ; que les responsables de la participation sont bien perçus au sein des équipes de l'investisseur. Cette information n'est pas toujours facile à obtenir, mais doit être glanée en maintenant de bonnes relations à tout niveau chez l'investisseur.

Il faut quelquefois opérer un changement radical dans la culture de partage de l'information. Si l'entreprise cultive un environnement de secret et, comme c'est souvent le cas pour un entrepreneur, ne perçoit pas la nécessité de partager des informations avec des tiers, il peut y avoir une réticence à échanger des informations avec un nouvel investisseur. Cette réticence va entamer la confiance de l'investisseur, mais si le directeur financier tout d'un coup communique tout, il peut être considéré comme un « traitre » à l'intérieur de l'entreprise. La solution passe par la définition, au préalable, des règles du jeu, et son acceptation par toutes les parties, en particulier le Directeur Général et les responsables chez les investisseurs. Encore une fois, c'est au directeur financier d'être proactif et de proposer, de sa propre initiative, des règles et des process. Evidement, la communication est facilitée si les parties parlent le même langage. Or, en général, chaque entreprise a développé son propre jargon, incompréhensible pour un non-initié, tandis qu'un investisseur, surtout financier, aura sa façon de communiquer. Par exemple, un concept important pour un investisseur est le retour sur investissement (ROI), que ce soit avant la décision d'investir ou pour contrôler l'investissement plus tard. Ce concept peut être difficile à comprendre pour les personnes à l'intérieur d'une entreprise, d'autant plus que chaque investis-

seur a sa propre définition. Il revient au directeur financier de s'assurer qu'il a bien assimilé ces notions et qu'il est capable de les transmettre à ses collègues.

Il existe des risques de conflits particuliers entre le directeur financier et l'investisseur majorés lorsque le directeur financier est aussi actionnaire, notamment :

- À l'entrée de l'investisseur :
  - o L'investisseur potentiel a besoin d'informations, mais le directeur financier peut avoir reçu des consignes sur la nature des informations qu'il peut fournir ;
  - o Le directeur financier déjà actionnaire peut avoir une vue différente des Investisseurs sur la valorisation de l'entreprise ;
  - o Certaines clauses de garantie de passif peuvent mettre en cause des actions passées du directeur financier ;
- Pendant une recapitalisation :
  - o L'investisseur récupèrera une partie de sa mise, quel sera le sort du directeur financier, surtout s'il est actionnaire ?
  - o L'augmentation du taux de levier peut être préjudiciable pour la bonne gestion de l'entreprise ;
  - o Les informations données aux tiers, par exemple les banques, peuvent être imparfaites et nuire à la crédibilité du directeur financier auprès de ces dernières ;
- Pendant une restructuration :
  - o Est-ce que la position du directeur financier est en cause, est-il considéré comme responsable de la situation, et/ou incapable de participer au redressement ;
  - o Quel sera le sort des actions/options du directeur financier et de ses collègues ;
- À la sortie :
  - o Est-ce le directeur financier est « vendu » avec l'entreprise, comment créer de bonnes relations avec le nouvel investisseur, tout en maintenant la confiance de l'ancien ?
  - o Sort du package de management, dont rétention bonus.

Le directeur financier ne doit pas forcément essayer d'éviter des conflits, certains sont d'ailleurs inévitables, surtout en cas de changement d'actionnaires. Il faut avant tout essayer d'éliminer les faux conflits ou les conflits inutiles. Un certain recul, de l'objectivité et une éthique personnelle, permettent d'analyser sereinement les situations complexes pour désamorcer les difficultés.

Si le conflit s'installe, comment le résoudre. Le premier principe c'est de la transparence. Il peut aussi être utile de recourir à un arbitre pour son impartialité et préconiser les actions à entreprendre. Dans ce cas, il faut s'en remettre à un tiers qui n'agit ni pour l'entreprise, ni pour l'investisseur, afin de garantir son objectivité.

4.1.4. Gestion de la relation avec l'investisseur

Comme nous l'avons vu précédemment, la relation entre le directeur financier et le nouvel investisseur est critique pour la réussite du projet. Cette relation se gère différemment selon le statut de l'investisseur et, en particulier, en fonction de sa position minoritaire ou majoritaire.
En premier lieu, au niveau de la confidentialité des informations transmises à l'investisseur. Dans la plupart des cas, il existe un accord de confidentialité (*Non-Disclosure Agreement* - NDA) qui lie l'entreprise et l'investisseur. Cet accord est beaucoup plus important dans le cas d'un investisseur minoritaire, qui n'a pas accès aux mêmes informations qu'un investisseur majoritaire. En effet, un tel investisseur peut posséder d'autres investissements dans le même secteur, voire concurrents de l'entreprise, et la diffusion d'informations confidentielles peut nuire fortement. Le directeur financier doit être attentif aux informations qu'il délivre aux actionnaires, même s'il existe un accord de confidentialité.
Ensuite, les investisseurs n'ont pas tous la même implication dans la gestion de l'entreprise. Certes, aucun investisseur financier ne s'immiscera dans la gestion de l'entreprise (au risque d'être tenu pour responsable en cas de défaillance), mais les investisseurs minoritaires auront forcément moins de temps et de ressources à allouer à leur investissement. Ceci dépend aussi de la culture de l'investisseur et de la personnalité du responsable de l'investissement ainsi que du degré de confiance qu'inspire l'entreprise. Ces variables peuvent évoluer et le directeur financier doit rester souple dans ses rapports avec l'investisseur, et y consacrer le temps nécessaire pour satisfaire ses attentes.
Enfin, il est important de comprendre la culture de l'investisseur qui varie en fonction de sa taille, sa nationalité ou son organisation. Par exemple, certaines institutions financières insistent pour traiter tous leurs investissements de façon identique, d'autres adoptent une approche au cas par cas. Des investisseurs, surtout américains, sont très demandeurs de reporting chiffrés parfois complexes ; d'autres préfèrent des relations plus directes et moins formelles. C'est en parlant aux managers dans d'autres participations de l'investisseur que le directeur financier peut mieux cerner la culture de l'investisseur, anticiper ses attentes et adapter son comportement pour faciliter la relation.

4.1.5. Changement dans la vie d'un directeur financier

- Comment se préparer

On rappellera ici la nécessité de s'informer sur le nouvel investisseur, ses attentes et ses contraintes, puis de les analyser en fonction de la situation actuelle de l'entreprise et de la fonction finance.

- Que faire pour sauver son job

Si un clash se produit, il faut d'abord en chercher les causes pour trouver, si possible, les remèdes. Le Directeur Général de l'entreprise peut aider, s'il a une bonne relation avec l'investisseur. Cependant, l'investisseur qui souhaite changer le directeur financier prendra sa décision seul. Détecter rapidement les signes d'insatisfaction d'un investisseur permettra au directeur financier de trouver des solutions avant qu'il ne soit trop tard. En général, un investisseur ne prend pas la décision de changer un directeur financier hâtivement, il lui faut du temps pour arriver à cette conclusion. En effet, un investisseur financier raisonne souvent en termes de risque – est-il plus risqué de garder le directeur financier ou de s'en séparer ? Au directeur financier en place d'apporter les preuves qu'il réduit les risques pour l'investisseur !

- Résoudre les problèmes relationnels

Le directeur financier est souvent mal armé pour analyser et trouver des solutions aux difficultés interpersonnelles. C'est pourquoi il peut faire appel à des ressources, soit de l'entreprise, par exemple le directeur des ressources humaines, soit de l'extérieur, tel un coach. Ceci peut l'aider à prendre du recul pour traiter les problèmes avec objectivité.

- Quand il faut partir

Mais lorsque toutes les tentatives de résolution du conflit demeurent infructueuses, il faut gérer son départ. Naturellement, il faut le faire en conservant de bonnes relations avec ses interlocuteurs, y compris l'investisseur, d'autant plus que cet investisseur peut être sollicité comme référence. Dans ce contexte, il faut aussi veiller à assurer une transition de qualité avec le successeur.

4.2. La gestion de la trésorerie après l'investissement

4.2.1. Développer une culture du cash dans l'entreprise

Après l'ouverture du capital, la trésorerie passe souvent au premier plan des préoccupations.
Le développement d'une culture du cash est un projet d'entreprise dans lequel toutes les composantes de celle-ci doivent être impliquées, même si le directeur financier en est le pilote du projet.
Pour générer un changement de comportement, le reporting du cash à destination des acteurs sera plus mobilisateur s'il comporte des éléments qui remettent en question les habitudes (niveau de stock confortable, encours de production non facturé, un taux d'avoirs important).

De nouveaux process peuvent être déclinés à travers toute l'entreprise de façon à générer du cash. Ce sera par exemple la systématisation des acomptes à la commande ou encore

si ce n'est déjà fait une partie des bonus des managers sera fonction de leur contribution à l'amélioration de la trésorerie.

4.2.2. Le budget de trésorerie et son suivi

La trésorerie est une préoccupation quotidienne du directeur financier et peut accaparer une grande partie de son temps. Il doit déléguer et mettre en place les systèmes qui lui permettront de collecter l'information.
La principale difficulté consiste à obtenir des chiffres pertinents pour établir le prévisionnel de trésorerie. Cela commence par le chiffre d'affaires. Un process budgétaire doit être mis en place afin d'établir un prévisionnel de chiffre d'affaires. Ces informations doivent être systématiquement mises à jour chaque mois par les services commerciaux pour un horizon couvrant les trois prochains mois.

La deuxième difficulté consiste à obtenir les données qui ont un impact sur la trésorerie (achats, impôts, charges) et organiser les flux vers un collaborateur qui en fera la synthèse pour gérer au quotidien la trésorerie.

Le suivi du budget se fait mensuellement par grands postes avec une comparaison entre le prévu et le réalisé.

4.2.3. Générer de la trésorerie par la gestion du BFR

Une gestion active du BFR peut générer de la trésorerie. Classiquement, il s'agit d'agir sur les postes suivants :
- Achats : négociation des délais de règlements fournisseurs ;
- Administration des ventes : réactivité pour éviter tout retard dans la facturation ; souci de qualité pour éviter les litiges administratifs qui se traduisent par des décalages de règlements ;
- Commercial : négocier des délais de règlement courts et des acomptes à la commande ;
- Recouvrement : pré-relance (détection des litiges et connaissance des process de paiement des clients) et relance clients ;
- Limiter les stocks : augmenter la rotation des stocks et éviter les stocks dormants de « confort ».

Une bonne gestion du BFR s'avère également nécessaire afin d'éviter un bridge de trésorerie.

4.2.4. Profiter de la levée de fonds pour obtenir tout de suite des financements complémentaires

Lever plus de fonds au départ, en se ménageant des marges de manœuvre en cas de difficultés, peut se révéler payant à terme. Cela peut permettre de faire travailler des banquiers sur des placements et d'obtenir ainsi des lignes de crédits court terme qui pourront permettre de traverser une période délicate.

5 La sortie des actionnaires

La sortie d'un actionnaire correspond, la plupart du temps, à la fin d'un cycle pour l'entreprise. En général, ce cycle se situe dans une fourchette de 3 à 5 ans, qui correspond au temps nécessaire pour créer le maximum de valeur à partir des investissements initiaux. Cette sortie de l'actionnaire s'anticipe dès son entrée, notamment dans le pacte d'actionnaires. Des clauses y sont rédigées, complétant et précisant les clauses statutaires, afin de garantir une certaine stabilité du capital tout en assurant la liquidité des parts.
La sortie à échéance n'est d'ailleurs pas le seul cas de sortie que prévoit le pacte,des cas de rupture anticipée causés par certaines situations ou par la violation de certains accords peuvent être également couverts par des clauses. Parfois, il peut même arriver qu'un évènement, ou une mésentente, soit source de conflit et nécessite une gestion hors pacte.

5.1. Les évènements affectant la vie du pacte

5.1.1. Le non-respect d'une clause ou l'exercice d'une clause de sortie

Le non-respect d'une clause de sortie correspond à une violation d'une des clauses du pacte d'actionnaires par un ou des signataires. Cela peut concerner une clause de préemption, une autorisation requise pour engager la société, etc…
Le non-respect d'une clause est sanctionné par le code civil et selon la nature de la violation, les actionnaires lésés peuvent obtenir des dommages et intérêts (Article 1142 du code civil), l'annulation de l'acte litigieux en cas de mauvaise foi manifeste (Article 1143 du code civil) ou tout simplement l'exécution forcée du pacte dans de rares cas (Article 1144 du code civil). A condition bien sûr de pouvoir démontrer l'existence d'un préjudice.

L'exercice d'une clause de sortie correspond à la survenance d'un évènement qui peut remettre en question l'équilibre entre actionnaires ainsi que la motivation d'adhésion au projet de l'entreprise.
Parmi ces évènements, on retrouve par exemple les opérations de cession d'actifs ou de croissance externe, mais aussi toute opération qui remet en question la stratégie validée par l'adhésion au pacte d'actionnaires.
Ces clauses ne sont pas forcément synonymes de litiges, mais permettent aux parties prenantes d'envisager une poursuite, une modification ou une rupture des relations dans un cadre prévu à l'avance sans pour autant donner lieu à sanction.
Des objectifs et des contraintes peuvent avoir été formalisés entre les parties, notamment dans le pacte d'actionnaires. Ils peuvent être assortis d'une clause d'exclusion d'une des parties ; par exemple, l'exclusion de dirigeants historiques en cas de non-atteinte d'objectifs de développement, de rentabilité, de ratio d'endettement, voire d'une rupture de covenant bancaire. Certains scenarii décrits dans le pacte peuvent être assujettis à une clause de retrait ; par exemple, la faculté d'un investisseur à se retirer, à des conditions éventuellement prédéfinies, dans le cas d'une cession d'actifs majeure, d'une opération de croissance externe significative, ou d'un désaccord sur une option stratégique.

5.1.2. Une situation affectant l'un des signataires du pacte

Pendant la durée de vie du pacte d'actionnaires, la confiance entre actionnaires peut se trouver remise en question. Un événement provoqué de manière volontaire ou involontaire, un autre consécutif à l'enchaînement de facteurs conjoncturels en sont souvent les précurseurs.
Dans ce contexte, il n'y pas de remise en cause de la stratégie initialement définie dans le business plan mais la nécessité, pour les parties signataires du pacte, de se rencontrer

à nouveau afin d'apprécier la nécessité de définir de nouvelles orientations.
Cela peut concerner un besoin de recapitalisation non prévu, la sortie volontaire d'un manager ou celle d'un autre rendue nécessaire en cas de conflit avec les investisseurs.
Selon la nature et le degré d'importance de cet évènement, le pacte peut-être modifié voire rompu.

Ainsi d'une clause pénale (montant indemnitaire convenu entre les parties mais révisable par le juge), ou d'une clause par laquelle, en cas de manquement de l'un des signataires, l'actionnaire contrevenant sera tenu de céder tout ou partie de ses actions aux autres signataires (avec des ordres de mouvement, des actes de cession et un registre de mouvement de titres séquestrés au jour de la signature du pacte entre les mains des conseils respectifs des parties à l'instar de certaines clauses de buy or sell).

Certaines clauses du pacte (en particulier la clause de préemption) pourront être insérées dans les statuts de la société ce qui renforcera leur portée.

En conclusion : si la sanction par les tribunaux du non-respect d'un pacte peut être une longue route, un peu aléatoire, le taux de respect des pactes est assez élevé sur la place à raison de l'impact d'une violation en termes de réputation pour le contrevenant.

Philippe Torre
Avocat au Barreau de Paris
Cabinet Reinhart Marville Torre

Quelles conséquences financières pour un signataire sortant ?
En l'absence d'une méthode ou d'un prix prédéfinis dans le pacte, les parties prenantes devront s'entendre. Mais les clauses de sortie de la société sont en règle générale rédigées dans le pacte d'actionnaires. Elles ont pour objectif de permettre la poursuite du pacte tout en procédant au rachat des parts de l'actionnaire sortant. Si la jurisprudence au cours des dernières années avait étendu l'application de l'article 1843-4 du Code civil en cas de contestation (à savoir que non seulement elle imposait l'évaluation à dire d'expert, mais autorisait ce dernier à déterminer seul les critères de valorisation et à s'affranchir de la méthode définie dans le pacte), la Cour de cassation a opéré à un revirement de cette jurisprudence par un arrêt du 11 mars 2014 : désormais, un associé insatisfait de la valorisation de ses titres à sa sortie ne pourra plus remettre en cause la méthode de détermination du prix de cession à laquelle il avait librement consenti.

5.1.3. L'échéance du pacte

Certains aspects devront être soigneusement traités à l'approche de l'échéance du pacte:

- Mesure de la performance :
  - o Rentabilité des investisseurs sortants (TRI*) et conséquences éventuelles (eg en cas de mécanisme de rétrocession de TRI) ;
  - o Eventuels indicateurs (résultat d'exploitation, *free cash-flow*, *EVA*, éléments du *business plan*) faisant l'objet d'une clause contractuelle (cf3.2) entraînant conséquences financières ou autres.

Dans la pratique, ce processus consiste surtout en un « relevé des compteurs », éventuellement couplé avec des discussions contradictoires sur le traitement d'événements exceptionnels, et n'interfère pas avec la sortie des investisseurs en son principe ou son planning de réalisation.
Cependant, d'autres critères viendront nourrir les débats de sortie d'actionnaires, tels que la prise en compte d'intérêts patrimoniaux (parfois contradictoires entre actionnaires historiques et investisseurs), la fiscalité de sortie, la position du management après l'opération (poursuite ou vente).

- Réévaluation des compétences et des atouts :

Hormis le mouvement capitalistique, la sortie d'un actionnaire peut représenter une perte de valeur ajoutée ou de compétences spécifiques à ne pas négliger dès lors qu'il ne participe plus au Conseil des actionnaires ou au comité de pilotage.
De même, l'actionnaire industriel sortant peut engendrer des modifications dans les accords de partenariat (commercial ou technologique par exemple) ou de sous-traitance qu'il est préférable d'anticiper dans les discussions préalables à toute sortie.

- Communication et gestion de la sortie auprès des salariés :

Cette nouvelle étape peut être l'occasion de communiquer sur le projet d'entreprise pour affermir l'adhésion des leaders d'opinion et du plus grand nombre de salariés. La transparence concernant la logique de cette sortie et l'opportunité que constitue la solution relais pour l'entreprise et ses salariés doivent être mises en avant afin de créer une nouvelle dynamique au sein de l'entreprise. N'oublions pas que les sociétés dotées d'un comité d'entreprise se doivent d'informer ses représentants ; il est donc préférable de maîtriser sa communication plutôt que de voir enfler la rumeur, qui peut compromettre certaines opérations

5.2. Les trois phases possibles pour sortir d'un pacte

5.2.1. La concertation

La concertation correspond souvent à la notion de « meilleurs efforts » prévus dans le pacte. Elle peut porter sur une opportunité ou sur une solution construite par l'une des parties. Du point de vue de la société, il peut être très opportun de « maîtriser son destin », construire une solution qui satisfasse les investisseurs en tenant compte des souhaits de l'actionnariat principal (ce dernier peut rester minoritaire, ou continuer à gérer la société pendant une durée définie).

Le pacte peut prévoir une option d'achat par l'actionnaire principal ou de vente par l'investisseur afin de simplifier les négociations.

5.2.2. La gestion sous mandat

Si toutefois la phase de concertation n'a pas conduit à créer la liquidité nécessaire pour permettre la sortie de l'investisseur, il peut être prévu par le pacte de confier un mandat à une société extérieure spécialisée à compter d'une date butoir..

5.2.3. La sortie sous contrainte

Si la phase de concertation échoue, le pacte peut prévoir la sortie forcée *buy or sell* (cf§ 3.2)
Ce type d'évènements tourne rarement à l'avantage des actionnaires « restants » et peut compromettre le développement futur de l'entreprise.

5.3. Les types de sortie

5.3.1. La sortie industrielle

Ce type de sortie nécessite de gérer la société en vue de présenter le maximum d'attrait pour le groupe industriel futur actionnaire : les performances économiques sont certes à prendre en compte mais, plus encore, l'avantage stratégique induit pour l'acquéreur (part de marché, diversification…) et les synergies potentielles. Les facteurs clés de succès du secteur doivent être bien connus.
Le *business plan* et d'autres éléments de communication doivent relier stratégie et finances.
La maturité accumulée pendant les quelques années d'un premier tour de table mettra la société dans une situation plus favorable pour aborder une sortie industrielle.

5.3.2. Fonds d'investissement

- Un fonds d'investissement peut :
  - o Faire un MBO (Management Buy Out) ou acquérir la totalité des parts du capital-

investisseur précédent sans diluer l'actionnaire historique. Une augmentation de capital peut aussi être envisagée avec dilution de l'actionnaire historique (ou non dilution avec création d'une holding qui s'endettera).

o Acquérir la totalité du capital.

5.3.3. L'introduction en bourse

Les résultats obtenus constituent certes un critère important mais la lisibilité, par les analystes financiers et autres prescripteurs, l'est également. Une séparation de la société en branches (*business units*) peut être pertinente, tout comme la vente d'une partie de l'activité ou le renforcement dans une autre peuvent participer à la préparation d'une introduction en bourse.
Bien que présentant certains avantages (notoriété, visibilité, accès facilité pour une levée de fonds ultérieure par augmentation de capital sur le marché secondaire…), la bourse engendre certaines contraintes en termes de préparation et de règles s'imposant aux sociétés cotées (référentiels comptables, documentation, communication…) qui toutefois peuvent différer selon les marché de cotation (Alternext, Marché Libre, Nasdaq…).

5.3.4. La reprise par l'entrepreneur

Une telle alternative est possible si l'actionnaire historique dispose de ressources financières par ailleurs (cas rare). Dans le cas contraire, on pourra créer une holding et l'endetter (sorte d'OBO – Owner Buy Out).

5.4. Conseils pratiques pour bien préparer et réussir la sortie

5.4.1. Le contexte et le calendrier

• Un « timing » compatible avec l'intérêt de la société et des différents acteurs

Idéalement, un point d'équilibre doit être trouvé, en termes de fonds levés et de valorisation (et éventuellement de catégorisation des parts), entre les besoins à court et moyen terme de la société, ceux des actionnaires stables ou montant en régime dans le capital (par exemple le management), ceux des investisseurs sortants et ceux des investisseurs susceptibles de rentrer.
Pour être en mesure de trouver un tel point d'équilibre, le timing de l'opération s'avère essentiel. Il convient de s'assurer que l'entreprise, au moment de l'opération, ne se trouve pas en rupture de covenants mettant dans une position de force extrême les investisseurs actuels et/ou les créanciers, ou qu'elle ne soit pas confrontée à une impasse de trésorerie imminente induisant une négociation déséquilibrée avec de nouveaux entrants.
Le rôle du directeur financier est donc crucial. Cheville ouvrière de l'opération, soumis à des conflits d'intérêts potentiels et à des conflits de planning entre ce projet et la gestion quotidienne, il ne doit pas sous-estimer son rôle et bien mesurer la charge de travail ainsi que les ressources nécessaires à ce type d'opérations. Il doit se positionner comme le « gardien du temple », même s'il a des intérêts personnels en tant qu'actionnaire, résister à la pression combinée des investisseurs sortants et de l'actionnaire fondateur enclins à « embellir la mariée » par des décisions de gestion au détriment des intérêts de l'activité (report d'investissements clés par exemple), voire des décisions comptables. Dans ce dernier cas, le directeur financier doit pouvoir s'appuyer sur des experts-comptables et commissaires aux comptes avisés qui le conforteront, ce qui évitera d'être perçu comme un « frein » au projet.

• Un contexte maîtrisé

Il faut éviter les surprises car elles risquent d'entraîner des points de blocage lors des phases ultimes de négociation. Une sortie compliquée ou conflictuelle peut rejaillir négativement sur la société et sur le degré de confiance de nouveaux entrants potentiels qui peuvent vouloir alors se prémunir de toute difficulté via une multiplication de clauses sophistiquées ou contraignantes dans le nouveau pacte d'actionnaires.
Il s'avère ainsi nécessaire de clarifier les rôles respectifs de chacun et de définir ensemble le rôle des investisseurs sortants dans la recherche de nouveaux investisseurs, dans la communication et dans la négociation.

Le directeur financier joue un rôle central : il organise les *due diligences*, participe aux échanges d'informations, apporte sa caution technique… Au-delà, il convient de définir son éventuel rôle dans les négociations.
Les membres du personnel doivent aussi être informés des opérations en cours, car le futur entrant peut exiger de rencontrer certains d'entre eux.

5.4.2. La gestion de la sortie

Tout d'abord, un retro-planning des opérations doit être établi afin de fixer les étapes clés de l'opération et de déterminer le calendrier juridique.
Il convient ensuite de dresser la liste des *due diligences* et de s'assurer de l'adéquation entre le montage juridique et financier.

5.4.3. Autres réflexions

Toutes les étapes de planification de la sortie peuvent être respectées à la lettre, sans pour autant mener au succès escompté. Actuellement, et ce depuis quelques années, à cause de l'environnement économique général et des crises financières successives, de nombreux projets de cession d'actifs ou d'introduction en bourse ont été retardés voire abandonnés. Les fonds d'investissement, par exemple, ont de ce fait privilégié le *build-up* afin de valoriser leurs participations pour un éventuel acquéreur futur. En conséquence, il existe aujourd'hui beaucoup d'actifs susceptibles d'être cédés sur le marché. Cela ne va pas dans le sens d'une valorisation avantageuse pour les investisseurs.

Pour ceux qui sont dans l'obligation absolue de se désengager, il existe l'option des fonds secondaires. Là encore, ces dernières années, ceux-ci ont pris l'habitude de pratiquer des abattements importants sur la valorisation des actifs acquis. Ces décotes minorent fortement la valeur des capitaux investis antérieurement et se retrouver contraint de sortir à n'importe quel prix n'est pas un bon exemple de sortie réussie.

Il existe de multiples exemples de sorties compliquées. Quelques critères sont récurrents dans ce genre de situation :

- Négociations trop longues,
- Désaccord important sur le prix et les conditions,
- De trop nombreux intervenants,
- Différences culturelles et/ou linguistiques,
- Mauvaise foi de la part d'une ou plusieurs parties,
- Déséquilibre des forces entre le cédant et les autres intervenants,
- Environnement économique peu propice.

5.5. Conclusion : la sortie est très consommatrice de temps

Un des écueils guettant les dirigeants (dont le directeur financier) lors d'une levée de fonds initiale- ou durant la préparation d'un nouveau tour de table avec sortie d'investisseurs et nouveaux entrants- est d'être absorbés par ces négociations au détriment du développement stratégique et de la gestion au quotidien. La conclusion du tour de table suivant peut se révéler particulièrement difficile et chronophage en cas de non tenue du *business plan* au cours des derniers mois.
Le développement de l'entreprise dans la durée et la continuité exige que les dirigeants et les managers restent focalisés sur le *business*, plutôt qu'être entièrement tendus vers la recherche d'une valorisation optimisée lors de longs processus de négociation à chaque préparation d'un nouveau tour de table. Trouver un juste équilibre, l'enjeu est de taille pour l'entreprise et son directeur financier lors de ces étapes exigeantes.

6 Conclusion

L'ouverture du capital est un moment important dans la vie de l'entreprise quel que soit son stade de développement.

Pour séduire de nouveaux investisseurs, la PME doit structurer sa démarche et à cette fin ne pas hésiter à solliciter des conseils spécialisés en amont et tout au long du projet. Elle déploiera force et conviction pour faire rêver ses investisseurs potentiels, non seulement grâce à un plan de croissance ambitieux mais aussi par l'envergure de son équipe de management. Le manque de préparation et l'urgence sont les pires ennemis de la réussite d'un tel projet d'ouverture de capital.

Au service de la stratégie de l'entreprise, le directeur financier a la responsabilité d'équilibrer son bilan et la préoccupation de mobiliser les ressources financières nécessaires. Dans un contexte bancaire tendu, une de ses missions clés consiste à anticiper et veiller, aux côtés du PDG, au bon équilibre entre ses sources de financement. Au-delà des aides publiques et crédits bancaires, le directeur financier sera force de proposition pour le renforcement des fonds propres.

Le directeur financier sera maître d'oeuvre sur l'ensemble des phases de l'opération de levée de fonds : préparation, simulation et prévision, sélection et négociation, implémentation, puis pilotage et gestion des flux une fois l'opération réalisée. Franchir ces nombreuses étapes nécessite de nombreux mois de préparation minutieuse et de veille permanente avec l'aide de conseils externes spécialisés.

De nombreux acteurs économiques, de l'amorçage au développement, sont prêts à accompagner les PME et ETI à atteindre une taille critique, à innover, investir, embaucher, exporter, se développer…, en résumé, se préparer à figurer parmi les leaders de demain dans leur secteur d'activité.
Réciproquement, ouvrir son capital est souvent un prérequis pour déployer sa stratégie et ouvrir des portes vers de nouvelles ambitions. Le directeur financier apportera la structuration et la technicité au titre desquels le présent cahier expose de nombreuses réponses.

7 Glossaire

ABSA : Action à Bons de Souscription d'Actions, titre qui se compose d'une action classique et d'une ou plusieurs options de souscription d'actions nouvelles.

BSA : Bons de Souscription d'Actions, il s'agit d'un titre financier qui permet pendant une période donnée, d'acquérir des actions à un prix fixé au préalable.

BSCPE : Bon de Souscription de Parts de Créateur d'Entreprise, ces bons sont émis au profit des salariés qui participent à une augmentation de capital. Les conditions d'émission et de détention sont règlementées.

Build up : Suites d'acquisitions d'activités généralement réalisées par endettement avec pour finalité de créer un groupe plus large permettant de réaliser des synergies de caractère industriel, commercial ou autres.

Business Angels : ce sont des personnes physiques qui ont une expertise particulière qu'ils mettent à la disposition d'une entreprise en devenir et assurent les premières étapes du financement, souvent sur leurs deniers personnels.

Data Room : Dans le cadre de la cession d'une entreprise, l'ensemble des informations économiques, financières et juridiques sont mises à la disposition des acquéreurs dans un lieu unique appelé Data Room.

DPS : Droit Préférentiel de Souscription, c'est un droit attaché à une action ancienne qui permet à son propriétaire de bénéficier de conditions particulières lors de l'émission de nouvelles actions.

Due Diligences : il s'agit, dans le cadre de la cession d'une entreprise, des opérations de vérifications diligentées par le futur acquéreur afin de s'assurer de la consistance des informations qu'il a reçues de la part des vendeurs.

EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, solde intermédiaire de gestion proche de l'excédent brut d'exploitation.

EBIT : Earnings Before Interest and Taxes, solde intermédiaire de gestion proche du résultat d'exploitation.

Equity Crunch : Se dit d'une situation économique pendant laquelle il est extrêmement difficile d'attirer des investisseurs vers des opérations de financement en fonds propres.

EVA : Economic Value Added, il s'agit d'un indicateur financier qui se calcule, en simplifiant, en retranchant le cout des capitaux investis à l'excèdent brut d'exploitation ou au résultat net selon les cas.

Family Office : Services proposés par les banques privées à leur clientèle aisée pour les assister dans la gestion de leur patrimoine.

FCPI : Fonds Communs de Placement dans l'Innovation.

FCPR : Fonds Communs de Placement à Risque.

FIP : Fonds d'Investissement de Proximité.

Free Cash-Flow : C'est le flux de trésorerie disponible après impôt. Il se calcule en ajustant l'excédent brut d'exploitation que l'on ajuste de la variation du besoin en fonds de roulement auquel on retranche l'impôt normatif calculé sur le résultat d'exploitation et les investissements nécessaires à l'exploitation.

NDA : Non Disclosure Agreement, engagement de non divulgation.

NTIC : Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication.

OBO : Owner Buy Out, il s'agit d'un montage financier où l'actionnaire majoritaire rachète par endettement les titres des actionnaires minoritaires ou même une partie des siens qui deviennent ainsi liquides.

PER : Price Earning Ratio, se définit par la formule suivante : Valeur de l'action/Bénéfice par action.

Private Equity : Fonds d'investissement.

Spin off : Scission d'une société en deux ou plusieurs branches d'activité.

8 Annexes

La place des salariés dans l'ouverture du capital

Le plus souvent à l'initiative de cette démarche, le dirigeant actionnaire souhaite par ce mécanisme, remercier, fidéliser, motiver, transmettre…
C'est le moment de gratifier certaines catégories de personnel (managers ou l'ensemble du personnel) tout en s'assurant de leur fidélité dans le développement à venir.
Pour cela, il existe plusieurs outils à disposition, mais attention à bien prévoir dans le pacte d'actionnaires, lorsque l'on procède à une attribution d'actions immédiate ou différé, tous les scénarii plausibles durant la cohabitation des actionnaires majoritaires et minoritaires et lors de la sortie. Tout comme il semble préférable de ne pas attribuer de droits de vote aux actions destinées à l'ensemble du personnel.

Parmi ces différents outils, on répertorie **la distribution d'actions gratuites** pour laquelle une clause de performance peut être introduite, **les bons de souscription d'actions** (BSA), **les stocks options**, **les bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise** (BSPCE) qui permettent de souscrire un nombre d'actions pendant une période donnée à un prix fixé à l'avance. On peut rajouter **la souscription d'actions immédiates** qui caractérise l'implication immédiate des collaborateurs.

Lorsque le dirigeant actionnaire décide d'ouvrir le capital de l'entreprise aux salariés, il est impératif d'informer le personnel sur sa motivation, la valeur de l'entreprise aujourd'hui et à terme, mais aussi sur la manière dont le salarié va pouvoir contribuer à la création de cette valeur.
Par la suite, cette communication doit être poursuivie en toute transparence, de manière régulière afin de maintenir un niveau d'implication des parties prenantes et ainsi de s'assurer de l'atteinte des objectifs fixés dans le *business plan*.

Attention toutefois, pour le salarié actionnaire, à bien veiller à la distinction de ses responsabilités en tant qu'actionnaire et en tant que **salarié**. En effet, certaines décisions prises lors de réunions d'actionnaires peuvent avoir des répercussions sur ses fonctions ou celles de collaborateurs proches au sein de l'entreprise.
Devenir actionnaire représente un engagement fort qui peut conduire à subir des décisions d'actionnaires ; il est nécessaire de bien veiller à adhérer à un projet d'entreprise dans lequel l'épanouissement personnel trouve sa place.

Le « joker » du cabinet spécialisé en levée de fonds

Il peut être opportun de faire appel aux compétences d'un cabinet spécialisé en levée de fonds, et accueillir au sein de l"équipe projet un représentant du cabinet dont la mission sera :

- De structurer votre projet et sa présentation.
- De participer à la réflexion sur la stratégie de levée de fonds : Montant, Profil des investisseurs.
- D'envoyer un teaser sans le nom de la société afin de sélectionner les investisseurs potentiellement intéressés par l'activité, le montant recherché, le stade de maturité et parfois la localisation géographique.
- D'accompagner l'équipe dans les rendez-vous avec les investisseurs.

Ce support peut être temporaire (sur une ou plusieurs des étapes ci-dessus) ou permanente jusqu'au bouclage du dossier.
Pour vous guider dans votre réflexion, on mettra en perspective les avantages et inconvénients :

Avantages

- Le groupe est « challengé » : Travailler avec un spécialiste est une source d'enrichissement pour l'équipe projet et surtout le Directeur financier qui est souvent l'homme-orchestre du projet.
- Il est plus facile pour un intervenant extérieur de "recadrer" le Directeur Général.
- L'intervenant possède des contacts auprès des investisseurs ciblés par l'entreprise.
- Le leveur de fonds connaitra beaucoup plus facilement les raisons d'un refus éventuel d'un fonds permettant de recadrer le cas échéant le projet (il aura d'autres projets à présenter et les fonds voudront garder un bon contact).
- Certains investisseurs exigent une signature externe.

Inconvénients

- Le coût de la prestation d'accompagnement peut être significatif encore qu'il est essentiellement variable (success fee).
- Il faudra consacrer du temps à l'intervenant externe pour lui permettre de s'approprier le dossier.
- Les membres de l'équipe et notamment le Directeur financier pourront ressentir une frustration à se voir dépossédé du rôle de pilote du projet.

Le Kit de survie

Tout ce que vous devez savoir avant de vous lancer dans la rédaction de votre *Business Plan*.

Sur la forme

- Prévoir une tenue de rechange pour éviter le stress du gobelet de café renversé avant l'entretien.
- Lire, relire et surtout faire relire vos livrables.

Sur le fond

- Prévoir un bridge financing en cas de financement décalé et/ou inférieur au plan de financement initial.
- Expliciter clairement les principales hypothèses macro-économiques et prévoir une modélisation qui permettra de les faire varier. Etre par exemple en mesure de rapidement recalculer les principaux agrégats financiers du modèle en fonction de :
  - o Parités de change
  - o Taux croissance du marché
  - o Parts de marché

Côté organisation

- Attention à ne pas sous-estimer le temps et/ou les ressources à consacrer à la rédaction du *Business Plan.*
- Préparer un modèle de lettre de confidentialité. Elle est nécessaire lorsque les parties désirent obtenir des informations sur les facteurs clefs de succès du projet Elle protège d'une part le porteur du projet sur un risque de détournement tout en permettant à l'investisseur d'en prendre connaissance de manière détaillée tout en se réservant le droit de ne pas donner suite. Le contenu cette lettre est libre, les parties choisissent les éléments sur lesquels elle porte.

Focus : TRI et suivi des « SIG critiques »

TRI : définition
1. Le TRI appliqué à une opération d'investissement en capital
2. Le TRI anticipé d'une opération en fonds propres
3. Les SIG intermédiaires contractuels
4. La « gestion » des SIG par l'entreprise

Définition du TRI d'un investissement en général.
Pour un investissement en général, le TRI est le taux d'actualisation qui annule la VAN (Valeur Actuelle Nette) de cet investissement.

La VAN est la somme actualisée des flux, positifs ou négatifs, induits par cet investissement.

En général, l'unité de temps considéré est l'année, et on considère que les flux sont effectifs en fin d'année n.
Pour un taux d'actualisation i, et pour chaque année n, avec des dépenses Dn et des recettes Rn, la VAN en début d'année 1 s'exprime par :
$\sum (Rn - Dn) / (1+i)^n$ pour n allant de 1 à la fin de la période considérée.
Le taux d'actualisation qui annule cette équation est le TRI, Taux de Rendement Interne de l'opération.

Remarques :

- Pour des profils de recettes et de dépenses très spécifiques, il peut y avoir plusieurs valeurs de i solutions de l'équation (1).
- Il se peut aussi qu'il n'y ait aucune solution, soit que l'investissement initial soit tellement élevé que les recettes futures ne le compensent jamais même sans les actualiser, soit au contraire que les recettes soient immédiates avec une dépense initiale faible.

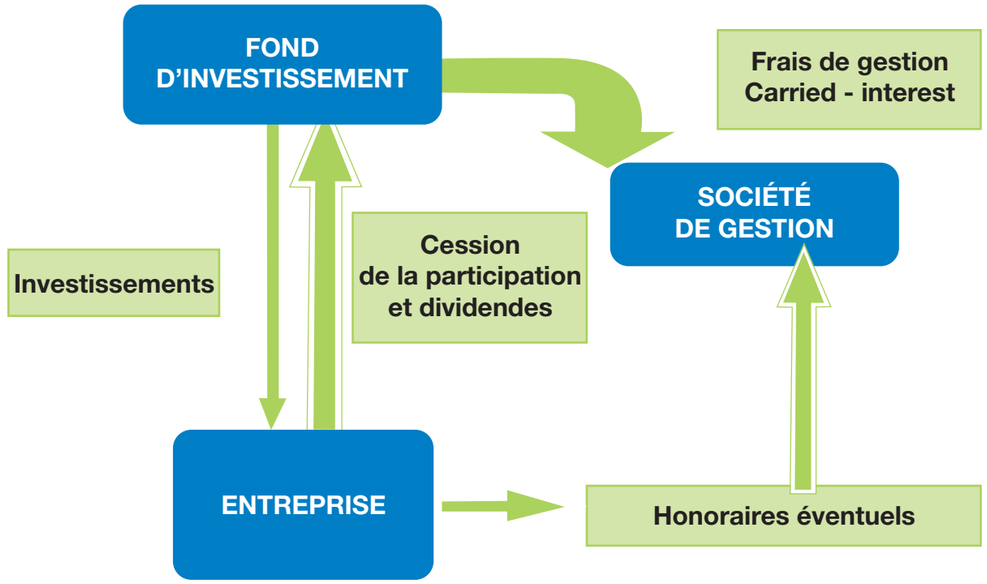
Mais ces cas théoriques ne se rencontrent quasiment pas dans la réalité.

1. Le TRI d'une opération d'investissement en capital dans une société.
Il faut distinguer le TRI brut, inhérent à l'opération d'investissement financier seule, du TRI net, prenant aussi en compte l'ensemble des charges incombant à l'investisseur.

2-a Le TRI brut
Le TRI brut ne se mesure qu'à la sortie du capital-investisseur.
- Les dépenses à considérer sont uniquement des dépenses en capital (prix de revient des titres auxquels s'ajoutent les frais d'acquisition)

S'il n'y a souvent qu'un seul investissement de la société de capital-risque, il peut y avoir plusieurs investissements postérieurs au premier,
- ➢ Soit de manière « défensive » : les résultats sont moins bons que prévus et il faut apporter de nouveaux fonds : des travaux de R&D sont plus longs que prévus, ou tout simplement, il y a des pertes imprévues à combler.
- ➢ Soit de manière « offensive » : des opportunités d'acquisition ou d'investissement rentables se présentent en cours de route.

- Les recettes à considérer sont principalement la vente des actions et dans une moindre mesure, d'éventuels dividendes perçus durant la vie de la participation (ce cas est assez rare, car dans une opération de capital-investissement, l'objectif n'est pas de percevoir des dividendes, mais de créer rapidement le plus possible de valeur et revendre la participation ; en termes économiques, la rentabilité est souvent plus forte que le taux de réemploi de l'argent, aussi vaut-il mieux conserver les bénéfices dans la société plutôt que d'extérioriser une partie de ceux-ci sous forme de dividendes.
- Nota : Le TRI peut aussi être estimé avant la cession des actions en estimant la valeur de la participation. Mais il est alors subjectif.



2–b Le TRI net
Pour calculer le TRI net, on prend en compte outre les dépenses en capital les dépenses suivantes :
- La commission de gestion prélevée par la société de gestion pour gérer les participations du fonds (le plus souvent entre 2% à 3% des sommes levées).
- Les coûts de comptabilité du fond.
- Les autres frais et charges frais relatifs aux opérations étudiées par la société de gestion, mais non (encore) réalisées.
- Le « *carried-interest* » ou primes prélevées par les gérants de la société de gestion en cas de plus-value globale importante, généralement au-delà du rendement prioritaire « *hurdle rate* », bénéficiant au fonds. Par exemple, 20% de ce qui est au-dessus du *hurdle rate*.
- En toute rigueur, il faut également prendre en compte les décalages entre les appels de fonds et leur emploi dans les investissements ainsi qu'entre les encaissements des produits de cession et les distributions aux investisseurs. Ces décalages de trésorerie, même placés au taux du marché monétaire pénalisent en effet le rendement du fond.

Au total, l'écart entre le TRI brut et le TRI net est souvent compris entre 6 et 12%.
Les TRI sont relativement bas en Europe (par exemple, 10,6% en moyenne sur la période 1985-2002).

2–c Le TRI anticipé d'une opération d'investissement en capital dans une société.
Les TRI mesurés en réalité sont le plus souvent très décevants (sauf ceux des gros LBO majoritaires sur la période 2002-2007). On est loin des TRI prévisionnels indiqués dans les *business plans* et pour lesquels un seuil de 20% voire 30% pour les projets très « *early stage* » (c'est-à-dire ceux pour lesquels on est encore très en amont vis-à-vis des premières ventes, le plus souvent parce

que il y a encore d'importants travaux de R&D à mener).
Cette très grande différence vient du fait que la réalité diffère souvent des prévisions pour les raisons suivantes :

- ➢ Capital supplémentaire à injecter par suite de pertes exceptionnelles ou de projet à recalibrer vers le haut
- ➢ Délais d'acquisition des clients plus longs que prévus
- ➢ Travaux de R&D plus importants que prévu
- ➢ Coût plus important que prévu de la mise en place des canaux de distribution.

Dans la réalité, pour 10 prises de participation, la société de capital-risque va perdre en moyenne la totalité de son investissement 2 fois, va rester « collée » avec des valorisations stagnantes 4 fois, va dégager une performance faible 3 fois et doit donc réaliser d'excellentes performances sur les participations restantes soit 1 fois sur 10.

De plus, la société de capital-risque est obligée lors de sa propre levée de fonds de présenter son projet d'investissement. Cela la limite fortement dans le choix des cibles où investir, ce qui peut la faire passer à côté de bonnes opportunités. Son objectif, lié aux risques et à la faible liquidité du fonds la conduit à avoir des objectifs de TRI bruts souvent supérieurs à 20%, mais peu de fonds y parviennent dans la réalité.
Il s'ensuit une difficulté très grande à lever des fonds, tout particulièrement en Europe.

Prenons l'exemple suivant :

- ➢ Une société a un potentiel de valorisation estimé par la société de capital-risque (KR) de 60M€ d'ici 7 ans ; l'objectif de l'investisseur est de multiplier son investissement initial par 5 en 7 ans. Le besoin en capital est de 6M€.

La valorisation de l'entreprise *pre-money* devra être de 6M€ au maximum pour atteindre le TRI souhaité.

En effet :
Valeur pre-money : 6M€
Valeur post money : 12M€
Part du capital de KR : 6/12 = 50%
Part qui revient à KR après 7 ans : 50% x 60M€ = 30M€, soit 5 fois la mise initiale de 6M€.

- ➢ Supposons maintenant que le besoin en capital soit de 4 M€ au lieu de 6.

La valeur *pre-money* doit cette fois être de 8 M€ au maximum.
En effet :
Valeur pre money = 8 M€
Valeur post money = 12 M€
Part du capital de KR = 4/12 = 33,33%
Part qui revient à KR après 7 ans : 33,33% x 60 M€ = 20 M€, soit 5 fois la mise initiale de 4M€.

La garantie de passif est un élément important pour l'investisseur qui souhaite protéger son TRI.
Notons toutefois que la garantie de passif standard prévoit de compenser un écart tel que : si par exemple une dette latente de 100 K€ est révélée, la valorisation de la société sera corrigée d'autant, ce qui est juste.
Par contre, si c'est le résultat sur lequel la valorisation a été basée qui doit être corrigé, la correction à l'identique –qui est en général prévue dans le contrat de la GAP -n'est pas correcte, puisque la société n'a pas été valorisée une fois le résultat net, mais par exemple 5 fois et donc le préjudice est de 5 fois l'écart sur le résultat et non de une fois.

3. Les SIG intermédiaires contractuels
Afin de préserver un TRI minimal, les investisseurs financiers bénéficient d'actions privilégiées qui leur donnent droit à un remboursement privilégié dans certains cas : liquidation, fusion, cession. De même, ils bénéficient souvent de protection en cas d'augmentation de capital ultérieure à leur entrée qui serait réalisée à un prix plus bas.
Pour réconcilier les points de vue divergents sur la valorisation initiale de la société des investisseurs et des actionnaires en place, porteurs du projet pour les start-up ou actionnaires en place pour une société plus mature, des clauses d'ajustement de prix ou clauses de *ratchet* sont mises en place. Elles permettent d'ajuster la valeur d'entrée au capital des investisseurs financiers postérieurement à la date de l'entrée, en fonction de certains évènements prédéterminés, généralement basés sur les comptes de résultat ultérieurs de l'entreprise. De même, des clauses de relution du management sont prévues en cas de bonnes performances. Elles permettent d'ajuster le prix initial en fonction des performances de la société au cours de la phase d'investissement.

Ceci est moins vrai pour les *LBO* où la société de capital-investissement est majoritaire : si la société ne réalise pas les performances escomptées, elle change tout simplement l'équipe de management.

Comme dans la période où l'investisseur est présent, il est difficile de définir une valorisation objective de la société, le contrat entre l'investisseur en capital et le reste de l'actionnariat (en principe incorporé dans le pacte d'actionnaires) prévoit en général d'utiliser des soldes intermédiaires de gestion comptables (résultat net, *cash-flow*, EBITDA, EBIT, …).

Pour que ces S.I.G s'appliquent correctement, il convient de prendre une définition comptable très précise (et naturellement de prévoir un changement possible de méthodes comptables de la société). Nombreuses sont les difficultés constatées en pratique à cause de définitions imprécises, bien entendu sur des catégories comptables rares et marginales.

4. La « gestion » des SIG par l'entreprise.
Une fois la société de capital-investissement (KI) entrée au capital, et jusqu'à la sortie de KI, le management de la société va être « contraint » comme on l'a vu au paragraphe précédent par des ratios financiers à respecter, sous peine de « sanctions » immédiates :

- Dilution du management,
- Correction du prix d'entrée,
- Accélération de la cession

On notera toutefois qu'il y a en fait deux possibilités, soit les « sanctions » sont anticipées, et prévues de manière automatique, soit il s'agit simplement d'intention (« les parties s'efforceront… ») un peu moins fortes juridiquement (bien que le droit commercial s'appliquant, les intentions ont une certaine valeur juridique).

Notons qu'en plus des contraintes concernant les actionnaires sur les corrections de prix des actions, les banques peuvent ajouter des *covenants* financiers sur les prêts qu'elles mettent en place auprès de l'entreprise. Ce sera ainsi systématiquement le cas dans le cadre des *LBO*.

Ces contraintes de résultats comptables ont des incidences majeures sur la direction financière de l'entreprise :

- ➢ Mise en place d'un système d'information extrêmement précis.
- ➢ Savoir anticiper les résultats à court terme et à moyen terme.

L'anticipation des résultats permet de les gérer au mieux :

- soit en prévenant les banques du non-respect des covenants qu'il faut renégocier le plus en amont possible.
- de même, rediscutions possibles des clauses du pacte d'actionnaires s'il s'avère que les résultats comptables vont déraper : éléments exceptionnels, conjoncture dégradée, effort de marketing important à lancer.

En réalité, le non-respect des indicateurs financiers résulte de deux cas bien différents :

- Économiquement, l'entreprise prend les bonnes décisions ; l'accélération de certaines actions positives sur le long terme peut conduire à dégrader momentanément le résultat ; plutôt que de reporter ces actions, il faut très en amont s'assoir autour de la table avec ses partenaires financiers pour renégocier ; si tout se passe bien, il y aura accord unanime pour assouplir les contraintes « comptables » au profit de la réalité économique.
- Au contraire, la situation se dégrade sérieusement ; pour respecter à tout prix les contraintes de covenants, le management plus proche de la lettre que de l'esprit, va accentuer la dégradation de la situation en prenant des mesures très pénalisantes pour le devenir de l'entreprise, lui permettant tout de même de respecter ses ratios : diminution des frais de marketing, des travaux de R&D. On a même vu une entreprise qui a licencié en milieu d'année un cadre dirigeant essentiel (le numéro 2), pour éviter des charges de salaires qui lui ont permis de respecter ses ratios, alors même que les charges de licenciement classées en « exceptionnel » n'étaient pas prises en compte dans les ratios d'*EBITDA* qu'il fallait respecter.

Cahiers Techniques n° 12 - Novembre 2014 - 20€
Éditeur : Association nationale des directeurs financiers et de contrôle de Gestion (DFCG), Association loi 1901
14 rue Pergolèse, CS 11655, 75773 Paris Cedex 16 (France)
Directeur de la publication : Thierry LUTHI
Déléguée Générale : Béatrice LEBOUC
Directeur des Études : Pierre-Yves BING
Mise en page et Impression : Planète Graphique, Le Mesnil Grémichon 76160 Saint-Martin-Du-Vivier

Comité Scientifique by DFCG

Contactez-nous
Valérie SAINT-YVES
valeriesaintyves@dfcg.asso.fr
14 rue Pergolèse
75016 Paris
Tél. : 01 70 36 34 93
Fax : 01 42 27 04 03

DFCG
ASSOCIATION NATIONALE
DES DIRECTEURS FINANCIERS
ET DE CONTRÔLE DE GESTION

www.dfcg.fr
www.dfcg-news.com