



Profession
Actionnaire

● EDITION 2010

● COMMISSION CAPITAL-RISQUE



CAPITAL-RISQUE **GUIDE DES BONNES PRATIQUES**

EXEMPLES CHIFFRÉS ET FORMULES
GLOSSAIRE DU CAPITAL-RISQUE
MODÈLE DE LA LETTRE D'INTENTION

Association Française des
INVESTISSEURS
EN CAPITAL

CAPITAL-RISQUE GUIDE DES BONNES PRATIQUES



Ce Guide de bonnes pratiques s'adresse aux différentes parties prenantes dans le montage des opérations d'investissement en capital-risque ou participant à la vie des entreprises financées par le capital-risque :

- investisseurs (eux-mêmes considérés dans leur diversité : business angels, fonds ou sociétés de capital-risque, industriels etc.),
- entrepreneurs, dirigeants et fondateurs d'entreprises à la recherche de financement en capital-risque,
- experts et conseils contribuant au montage des opérations d'investissement en capital-risque,
- conseils en levée de fonds, commissaires aux comptes etc.

Fruit d'un travail collectif entre les intervenants de l'éco-système du capital-risque tels que les opérateurs de marché (NYSE-Euronext) ou encore des commissaires aux comptes et des business angels, ses recommandations sont issues de la pratique et de la mise en commun d'expériences.

Il propose également une lettre d'intention-type décrivant les termes et conditions d'un investissement en capital-risque. Ce modèle est devenu un standard et une référence à la fois pour les investisseurs en capital-risque et les entreprises à la recherche de financements.

La Maison du Capital Investissement
23, rue de l'Arcade • 75008 Paris
Tél : 01 47 20 99 09 • Fax : 01 47 20 97 48
www.afic.asso.fr • info@afic.asso.fr



SOMMAIRE

AVANT-PROPOS DES PRÉSIDENTS DE L'AFIC	4
PRÉFACES	
• France Angels	6
• Oséo	7
• Institut Français des Administrateurs	8
• Nyse Euronext	9
PRÉSENTATION DE LA COMMISSION VENTURE DE L'AFIC	10
PRÉSENTATION DU GUIDE DES BONNES PRATIQUES	11
CONTRIBUTEURS ET REMERCIEMENTS	13
LA PRISE DE PARTICIPATION ET LE FINANCEMENT	14
1. Les discussions préliminaires	14
1.1 Préparation du <i>Business Plan</i>	14
1.2 Sélection des dossiers par les capitaux-risqueurs	15
1.3 Des premiers échanges aux premières rencontres	16
2. La valorisation et le partage de la valeur créée	17
2.1 La valorisation à l'entrée, vrai sujet et faux problèmes	17
2.2 Les mécanismes d'ajustement du prix d'entrée	17
2.3 Le partage de la valeur entre actionnaires	18
2.4 Les mécanismes d'intéressement des dirigeants et salariés	19
3. L'étape de la lettre d'intention	20
3.1 Une lettre d'intention, pour quoi faire ?	20
3.2 Le contenu de la lettre d'intention	21
3.3 La lettre d'intention type de l'AFIC	21
4. La réalisation de l'investissement	22
4.1 Syndication	22
4.2 <i>Due Diligences</i>	22
4.3 Conditions préalables	23
4.4 Signature des documents juridiques et <i>Closing</i>	23

LE DIALOGUE ENTREPRENEUR-INVESTISSEUR	24
1. Gouvernance et capital-risque : principes généraux	24
1.1 Gouvernance, création de valeur et intérêt social	24
1.2 Respect de la loi et du « contrat de gouvernance »	24
1.3 Déontologie et engagements des membres de l'AFIC	25
1.4 Des principes généraux adaptés aux réalités des entreprises	25
1.5 La distinction des rôles et des fonctions	25
1.6 Les « bonnes pratiques » de l'AFIC	26
2. L'apport des investisseurs : expérience et expertise	26
2.1 L'apport des investisseurs en termes d'expertise et de réseau	26
2.2 Le dialogue stratégique et la performance	27
3. Le rôle de l'investisseur en tant qu'actionnaire	28
3.1 Information des actionnaires	28
3.2 Le fonctionnement des assemblées	28
4. Le bon fonctionnement des conseils d'administration et de surveillance	29
4.1 Quels choix d'organisation : conseil d'administration ou de surveillance Société anonyme (SA) ou Société par actions simplifiée (SAS) ?	29
4.2 Le lien avec les commissaires aux comptes	31
4.3 Le lien avec les représentants du personnel (délégués ou comité d'entreprise)	31
4.4 Veiller à une composition harmonieuse du conseil	31
4.5 Améliorer la prise des décisions et le fonctionnement des conseils	33
REFINANCEMENT ET AJUSTEMENTS	35
1. Financement et refinancement	35
1.1 Refinancement par les actionnaires	35
1.2 Financements alternatifs	37
2. Mécanismes d'ajustement de prix	38
2.1 Méthodologie	38
2.2 <i>Full Ratchet</i>	41
2.3 <i>Weighted Average Ratchet</i>	44
2.4 Cas particulier : <i>Pay to Play</i>	47
3. Schémas de répartition du prix de cession	47
3.1 Méthodologie	48
3.2 Répartition du prix de cession sans mécanisme de préférence	50
3.3 Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence non cumulative simple	51
3.4 Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence non cumulative à multiple	52
3.5 Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence non cumulative à rendement	53
3.6 Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence cumulative simple	54
3.7 Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence cumulative simple à couloir	55
3.8 Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence cumulative à multiple	56

LA SORTIE DE L'INVESTISSEUR	57
1. Introduction en bourse	58
1.1 Introduction en bourse : les objectifs	58
1.2 Conditions d'accès aux marchés : Alternext et Euronext	59
1.3 Le processus d'introduction en bourse	62
1.4 Quelle stratégie de sortie pour l'actionnaire fonds d'investissement	65
2. Cession industrielle	66
2.1 Rôles respectifs des actionnaires et des dirigeants dans un processus de cession	66
2.2 Choix des conseils externes – Termes de leur mandat	67
2.3 Maîtrise du processus de cession	69
2.4 La structure des accords et la réalisation de la cession	71
3. Reclassement des participations	72
3.1 Nécessité d'une « respiration » de l'actionnariat	72
3.2 Une liquidité maîtrisée	73
GLOSSAIRE DU CAPITAL-RISQUE	74
LETTRE D'INTENTION TYPE - CAPITAL-RISQUE	90
PUBLICATIONS DE L'AFIC	102
PRÉSENTATION DE L'AFIC	103
PRÉSENTATION DE SJ BERWIN	104

AVERTISSEMENT

Le contenu de ce Guide ne peut être reproduit sans l'accord préalable de l'AFIC.

Toutefois, le modèle de lettre d'intention figurant en Annexe est en accès libre sur le site de l'AFIC et peut être utilisé, reproduit et modifié librement. Chaque utilisateur demeure seul responsable de l'usage qu'il pourra faire de ce document, qui ne peut être considéré comme un modèle utilisable dans toutes les situations. De manière générale, le choix entre les différentes formules et mécanismes financiers et juridiques présentés dans cette lettre d'intention type ou généralement dans ce Guide, sont de la responsabilité de chaque intervenant dans un dossier donné, en s'entourant des conseils nécessaires. Ni l'AFIC, ni les auteurs de ce Guide, ne pourront être tenus pour responsables des décisions prises et des actes accomplis sur la base des informations contenues dans ce Guide.

Ce Guide est un travail collectif. Ni l'AFIC, ni aucune des personnes qui ont apporté leur contribution à l'élaboration du présent document ni les sociétés ou entités qu'elles représentent ne sont engagées par les opinions ou positions exprimées dans ce Guide.





AVANT-PROPOS

DES PRÉSIDENTS DE L'AFIC

LE CAPITAL-RISQUE, MAILLON ESSENTIEL POUR LE FINANCEMENT DE L'INNOVATION ET DE LA CROISSANCE

Il est aujourd'hui clairement établi que le capital-risque constitue une source essentielle du financement de l'innovation et, par conséquent, un facteur déterminant pour la croissance économique et la création d'emplois. Ce constat revêt une dimension encore plus importante dans le contexte actuel de sortie de crise et de compétition internationale accrue. La corrélation apparaît très étroite entre l'ampleur des investissements en capital-risque d'une part, et la position concurrentielle dans le secteur des nouvelles technologies d'autre part : les Etats-Unis, Israël, l'Europe du Nord et désormais la Chine en sont l'illustration évidente.

Ce que la « matrice » américaine a démontré, et ce que les meilleurs « élèves » ont confirmé, c'est la nécessité d'un véritable écosystème qui permette au capital-risque de se déployer dans des conditions optimales : une recherche universitaire de haut-niveau et génératrice de projets d'entreprise ; une industrie du capital-risque puissante et diversifiée, capable de soutenir la création et le développement de ces entreprises, par apport de capitaux et de valeur ajoutée ; un vivier de business-angels prêts à accompagner les créateurs d'entreprises dans leurs premiers pas ; une population de managers expérimentés et disponibles pour rejoindre les start-ups ; un marché financier capable de fournir le relais pour le financement de la croissance des entreprises et la nécessaire liquidité pour leurs investisseurs ; des industriels ouverts à la coopération avec les start-ups et susceptibles de les acquérir.

LES FORCES ET LES FAIBLESSES DU CAPITAL-RISQUE EN FRANCE

Si le tableau idéal dressé ci-dessus ne correspond certes pas à la situation française, et de très loin, celle-ci a cependant connu une évolution profonde et favorable au cours des dix dernières années. Les pouvoirs publics successifs ont pris une série de mesures favorables à la consolidation de cet écosystème et au financement des entreprises innovantes : Alternext, BSPCE, Crédit impôt-recherche, FCPI, JEI, Oséo, Pôles de Compétitivité, Programme CDC-PME puis France-Investissement etc.

Parallèlement, l'industrie du capital-risque a connu une croissance importante de ses effectifs et des montants sous gestion. Entre 1998 et 2008, les investissements annuels sont passés de 260 à 760 M€, et le nombre d'entreprises concernées, supérieur à 400 par an, s'est accru légèrement (430 sociétés financées en 2008) ; on enregistre une progression d'un facteur 3 en 10 ans des montants annuels moyens investis par société financée. Les acteurs du capital-risque en France se sont diversifiés, augmentant ainsi les chances pour une entreprise de trouver son financement en fonds propres ; ils ont accru les capitaux sous gestion, renforçant ainsi leur capacité contributive par entreprise, notamment au travers de syndicats pouvant représenter aujourd'hui plusieurs dizaines de millions d'euros ; ils se sont professionnalisés et aguerris, en traversant l'après-bulle internet ; des acteurs spécialisés sont apparus, ainsi que des acteurs transfrontières, capables d'adresser le marché européen, et parfois au-delà.

Dans le même temps, une population d'entrepreneurs et de managers expérimentés s'est constituée, avec des parcours professionnels diversifiés, permettant aux entreprises de technologie et de croissance de trouver les ressources humaines nécessaires à leur développement.

Et une variété de conseils spécialisés est apparue, offrant à ces entreprises leurs compétences en matière de levée de fonds, fusion-acquisition, recrutement, protection de la propriété intellectuelle etc.

Mais plusieurs faiblesses structurelles subsistent, principalement :

- un fonctionnement « en silo » qui conduit à un grave manque d'interactions entre les trois mondes de la recherche, des PME (et de leurs investisseurs) et de l'industrie, malgré la récente mise en place des pôles de compétitivité,
- une rentabilité moyenne médiocre du capital-risque, liée notamment à la faiblesse (en nombre et en valeur) des sorties, qu'elles soient de nature boursière ou industrielle.

A ceci s'ajoutent aujourd'hui des menaces sur les levées de fonds du capital-risque, liées notamment aux règles « prudentielles » qui détournent les banques et les assurances de cette classe d'actif, dans un contexte français d'absence de fonds de pension ; de plus, la frénésie législative actuelle tend à fragiliser les dispositifs de type FCPI que pourtant l'Europe entière nous envie...

LES ACTIONS DE L'AFIC EN FAVEUR DU CAPITAL-RISQUE EN FRANCE

En premier lieu, l'action de l'AFIC vis-à-vis des décideurs publics vise à sécuriser et à élargir les sources de financement du capital-risque en France. L'objectif essentiel est de permettre qu'une petite partie de l'épargne longue des ménages soit durablement orientée vers ce qui permet de financer la croissance et de créer les emplois de demain.

L'activité de l'association est également tournée vers les praticiens et leur environnement, avec l'objectif d'améliorer les conditions d'exercice du métier, en ayant comme référence les meilleurs standards internationaux.

C'est dans ce cadre que s'inscrit la contribution du groupe de travail « bonnes pratiques » de la Commission Venture de l'AFIC. Ce guide des bonnes pratiques clôt un cycle de plusieurs années qui aura réuni les contributions de nombreux intervenants, professionnels de l'investissement en capital-risque. Le document publié aujourd'hui témoigne de l'ampleur et la qualité du travail accompli. Nos remerciements s'adressent à l'ensemble des contributeurs, et plus particulièrement à Pierre-Louis Périn et François Cavalié, qui ont su animer et coordonner ce travail de longue haleine.



Jean-Louis de BERNARDY
Président de l'AFIC



Pierre de FOUQUET
*Président sortant de l'AFIC,
ancien Président de la Commission Venture*

PRÉFACES



S'investir dans les entreprises de demain

Préface de Philippe GLUNTZ, Président de FRANCE ANGELS

En quelques années, les Business Angels sont devenus en France un acteur clé de la chaîne de financement des jeunes entreprises innovantes. Les Business Angels représentent désormais une force visible, efficace, reconnue et incontournable. France Angels, initiateur en 2001 de ce mouvement devenu irréversible, rassemble à ce jour 4 000 Business Angels répartis dans plus de 80 réseaux. Chaque année, ces structures financent en moyenne 200 projets de création d'entreprise pour un montant total compris en 60 et 80 millions d'euros.

La volonté de France Angels est de multiplier rapidement et fortement le nombre de Business Angels en France afin de rendre cette ressource accessible au plus grand nombre d'entreprises et d'entrepreneurs, et d'apporter à ces derniers le triptyque indispensable à tout créateur : du capital, des conseils et des contacts. Aussi, France Angels a pour vocation de faciliter l'échange, la production et la diffusion de bonnes pratiques d'investissement entre les Business Angels et avec les autres acteurs de l'écosystème.

Le plus souvent, l'intervention des Business Angels se situe en amont du concours des professionnels du capital-investissement. Les entreprises financées par les Business Angels et qui présentent le plus fort potentiel de croissance font très souvent appel au capital-risque pour financer le développement de leur activité. Parfois, les VCs – notamment les fonds régionaux et les fonds d'amorçage nationaux – co investissent aux côtés des Business Angels. Mais le plus souvent, les VCs interviennent après l'apport des Business Angels, quand les entreprises ont atteint un stade de maturité plus avancé.

La coopération entre Business Angels et VCs est donc une condition indispensable au bon fonctionnement de la chaîne de financement et à la réussite des meilleurs projets. Ces deux populations doivent apprendre à se connaître et à se comprendre pour collaborer efficacement. Une bonne coopération passe donc par une compréhension commune des fonctionnements, des contraintes, et donc des bonnes pratiques de chacun. Pour cette raison, France Angels et l'AFIC s'engagent durablement à promouvoir leurs bonnes pratiques au sein de leurs populations réciproques.

Ce guide, j'en suis certain, permettra d'informer et d'inspirer efficacement les Business Angels afin de faciliter leurs échanges avec les VCs.

Philippe GLUNTZ
Président de FRANCE ANGELS

À PROPOS DE FRANCE ANGELS

France Angels est l'association nationale qui fédère, représente et promeut les Business Angels de France. Au 31 décembre 2009, elle rassemblait 4 000 Business Angels regroupés dans plus de 80 réseaux. De plus, France Angels compte 55 sociétés, membres associés, parmi les principaux acteurs du financement de la création d'entreprise innovante, qui se mobilisent aux côtés des Business Angels.

France Angels agit pour promouvoir les Business Angels dans les domaines économiques, sociaux et juridiques pour faire reconnaître leur utilité, leur effet positif sur l'économie et légitimer leur action.

Dans ce cadre, les missions de France Angels sont :

- promouvoir le concept de Business Angels et de réseau,
- initier, faciliter la création et le développement de réseaux de Business Angels en France,
- fédérer les Business Angels, à travers les réseaux de Business Angels.



Préface de François DROUIN, *Président-Directeur général d'OSEO*

OSEO facilite l'accès des entreprises aux investisseurs en capital et garantit ainsi chaque année environ la moitié des montants investis en capital-risque dans notre pays au profit des entreprises de moins de cinq ans.

Pour les entreprises en phase de création et pour les entreprises en croissance, nos interventions en financements, à travers par exemple, le prêt participatif d'amorçage ou le contrat de développement création, se positionnent très en amont dans la vie de la PME. Elles incitent et favorisent l'entrepreneur dans sa recherche de capitaux propres auprès des organismes de capital-risque.

OSEO facilite aussi l'accès de certaines entreprises aux FCPI en leur délivrant la qualification « entreprise innovante ». 300 par an en moyenne bénéficient de ce précieux sésame.

Enfin, OSEO et plusieurs de ses partenaires ont développé dans le prolongement de la loi TEPA un service internet gratuit de mise en relation entre investisseurs et PME à la recherche de capitaux (www.capitalpme.oseo.fr).

De façon générale, je me félicite et de l'intensité et de la qualité des collaborations que nous développons avec l'ensemble des investisseurs en capital et j'ai demandé aux équipes d'OSEO d'être à l'écoute vigilante des évolutions du marché. C'est ainsi que nous participons aux groupes de travail et de réflexion de l'AFIC et de France Angels.

Ces réflexions se sont concrètement traduites, il y a peu de temps, par le lancement de nouveaux produits comme, par exemple, la « garantie de valeur liquidative » qui permet aux souscripteurs de nouveaux FCPR d'obtenir une garantie sur leur souscription.

Notre activité aux côtés des investisseurs en capital continuera de se développer et les tous premiers signaux constatés de sortie de crise vont permettre de conforter pour les années à venir les collaborations que nous entretenons avec eux. Comme par le passé, nos équipes restent à leur disposition.

François DROUIN
Président Directeur Général d'OSEO

À PROPOS D'OSEO

OSEO est une entreprise publique dont la mission répond à une ambition nationale de premier plan : contribuer à faire de la France un grand pays d'innovation et d'entrepreneurs. Nous sommes un réseau de place et de proximité qui exerce trois métiers complémentaires. Ils ont en commun d'accompagner les entrepreneurs dans les phases les plus risquées de leurs projets, de leur création à leur transmission :

- le soutien de l'innovation,
- la garantie des financements bancaires et des interventions des organismes de fonds propres,
- le financement des investissements et du cycle d'exploitation aux côtés des établissements bancaires.



Préface de Daniel LEBEGUE, Président de l'INSTITUT FRANÇAIS DES ADMINISTRATEURS

La bonne gouvernance, qui n'est rien d'autre que la recherche d'un dispositif de direction et de contrôle de l'entreprise qui concilie au mieux efficacité de la gestion et prise en compte des attentes des actionnaires et des autres parties prenantes, est un objectif que devraient partager toutes les sociétés, quels que soient leur taille, leur statut juridique, leur actionnariat. Encore faut-il en adapter les règles et les pratiques pour qu'elle réponde au mieux aux besoins et aux réalités de chaque famille d'entreprises.

L'AFIC et sa commission capital-risque ont fait œuvre utile en élaborant ce Guide des bonnes pratiques du capital-risque et en y consacrant l'un de ses chapitres à la gouvernance. Les acteurs du capital investissement ont d'ailleurs été parmi les premiers à introduire de saines pratiques de gouvernance dans le monde des Pme, en veillant à la séparation des fonctions de gestion imparties à l'équipe de management et des fonctions d'orientation et de contrôle qui incombent au conseil d'administration et aux actionnaires. Ils ont été attentifs à nommer dans les conseils des administrateurs qualifiés, les uns représentant les investisseurs, d'autres indépendants.

Le Guide de l'AFIC souligne à juste titre l'apport qu'un conseil actif, bien composé, capable d'appuyer et de challenger le dirigeant sans être complaisant, peut apporter à la vie de l'entreprise et à la réussite de son projet. Il fait valoir l'importance d'une bonne déontologie des acteurs, de règles du jeu claires et formalisées dans le règlement intérieur, la charte du conseil, le cas échéant dans le pacte d'actionnaires, afin de prévenir les risques de conflits d'intérêt, d'abus de majorité ou de gestion de fait.

L'Institut Français des Administrateurs, qui accueille en nombre croissant en son sein des dirigeants et des administrateurs issus du monde du capital-investissement, remercie l'AFIC de lui avoir donné l'opportunité d'apporter sa contribution à la production d'un guide pratique qui fera référence pour les acteurs de l'industrie.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Daniel Lebegue', with a flourish at the end.

Daniel LEBÈGUE
Président de l'IFA

À PROPOS DE L'INSTITUT FRANÇAIS DES ADMINISTRATEURS

Avec plus de 2 300 membres, exerçant leurs fonctions dans plus de 4 000 sociétés de toute taille et de tout secteur, l'Institut Français des Administrateurs est l'association professionnelle de référence des administrateurs en France. L'IFA apporte aux administrateurs toute l'information, la formation et l'expertise nécessaires pour l'exercice de leur fonction et associe à ses activités tous ceux qui souhaitent contribuer à l'évolution des normes professionnelles et des meilleures pratiques de gouvernance.



Préface de Dominique CERUTTI, Directeur Général Adjoint, NYSE EURONEXT

Par la nature de leurs activités, investisseurs en capitaux et marchés financiers sont des acteurs complémentaires de la chaîne de financement. Les premiers interviennent en amont pour apporter aux entreprises les moyens de leur développement. Les seconds prennent le relais à un stade plus avancé.

Complémentaires donc, mais également tributaires l'un de l'autre. Les investisseurs en capital ont besoin de la liquidité qu'apportent les marchés financiers et, a contrario, souffrent lorsque ces derniers s'assèchent comme ce fût le cas lors de la crise financière. Les marchés, quant à eux, sont rassurés par la présence d'un fonds d'investissement dans le capital d'une entreprise qui s'apprête à s'introduire en bourse. Cette présence est souvent synonyme d'une gestion rigoureuse avec ce que cela implique en termes de structure de management et de reporting en direction des actionnaires.

Ce n'est pas un hasard si deux tiers des entreprises cotées sur NYSE Alternext - le marché dédié aux PME de croissance - avaient un ou plusieurs fonds d'investissement à leur capital préalablement à leur introduction en bourse.

Il est, par conséquent, de notre responsabilité de consolider les relations, déjà fructueuses, qui existent entre les fonds d'investissement et les marchés financiers. Le contexte est favorable comme en témoigne la reprise des introductions en bourse. Grâce à plusieurs opérations emblématiques fin 2009, NYSE Euronext a d'ailleurs pris la première place en Europe pour le montant des fonds levés au cours de l'année.

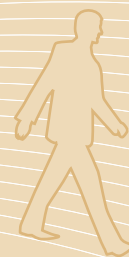
Il faut également saluer la mobilisation du gouvernement français aux côtés d'acteurs majeurs de la Place afin de relancer NYSE Alternext. Des réformes ont été lancées pour faciliter l'accès aux marchés financiers, et d'autres le seront encore. Nous ne doutons pas qu'elles porteront rapidement leurs fruits.

Plus que jamais, NYSE Euronext privilégie le développement de relations constructives et durables avec les fonds de capital investissement. La participation à ce guide est une nouvelle illustration des liens qui nous unissent.

Dominique CERUTTI
Directeur Général Adjoint, NYSE EURONEXT

À PROPOS DE NYSE EURONEXT

NYSE Euronext est l'un des principaux opérateurs de marchés financiers et fournisseurs de technologies de négociation innovantes. Sur ses marchés en Europe et aux Etats-Unis se négocient des actions, des contrats à terme, des options, des produits de taux et des ETP (exchange-traded products). Avec un total de plus de 8 000 valeurs cotées, les échanges sur les marchés au comptant de NYSE Euronext - le New York Stock Exchange, NYSE Euronext, NYSE Amex et NYSE Alternext, ainsi que NYSE Arca - représentent près de 40 % des volumes mondiaux, ce qui en fait le groupe boursier le plus liquide au monde.



PRÉSENTATION

DE LA COMMISSION VENTURE DE L'AFIC (CAPITAL-RISQUE)

La Commission Venture de l'AFIC est l'une des quatre commissions métiers de l'Association Française des Investisseurs en Capital. Ces métiers ont tous en trait commun d'être essentiellement dédiés à l'investissement dans des sociétés non cotées sur un marché financier.

Sa mission consiste particulièrement à :

- analyser la chaîne de financement afin d'en tirer les enseignements sur les besoins,
- être source de propositions pour des actions en faveur du développement du capital-risque, tant auprès des entrepreneurs que des pouvoirs publics ou des différents acteurs de son environnement,
- assurer la promotion du capital-risque auprès des investisseurs institutionnels et les relations avec la communauté professionnelle internationale,
- et bien évidemment, contribuer au développement des « bonnes pratiques » au sein de la profession et de son écosystème.

CAPITAL-RISQUE ET INVESTISSEMENT DURABLE

Le capital-risque concerne plus particulièrement les phases amont de la vie des entreprises, et est généralement tourné vers le financement des fonds propres de sociétés à forte composante technologique ou d'innovation.

Les entrepreneurs qui s'adressent aux professionnels du capital-risque présentent le plus souvent des projets de développement ambitieux, avec des croissances fortes, et des besoins de financement en fonds propres qui se manifesteront aux différentes étapes de leur croissance, les amenant à réaliser différents tours de table.

Il s'agit donc de financer des entreprises à fort potentiel mais dont le modèle financier, les produits, la taille, l'actionariat, peuvent subir des évolutions très fortes dans le temps.

C'est l'honneur et l'ambition de ce métier d'accompagner créateurs et entrepreneurs, dans le temps, par une prise de risque financier qui donne tout son sens au mot risque, mais aussi par du conseil, un partage d'expérience acquises au travers de nombreuses participations prises dans des domaines ou des situations comparables, la mise à disposition d'un réseau relationnel, et l'appui dans les développements stratégiques.

Le plus souvent, les fonds qui pratiquent cette activité sous des formes juridiques diverses, FCPR, FCPI ou SCR, sont des actionnaires minoritaires, mais plusieurs d'entre eux peuvent progressivement être associés à l'occasion de l'accroissement des besoins financiers ou de l'ouverture du capital à de nouveaux partenaires à valeur ajoutée.

Le métier s'inscrit dans une chaîne de financement, dont Oséo est un acteur majeur et fidèle ; les premiers investisseurs sont souvent des personnes physiques, les Business Angels, tandis que la Bourse, NYSE Euronext en particulier, représente une voie de relais financier ou de sortie des investisseurs à terme.

C'est le rôle au sein de l'AFIC de la Commission Venture d'animer les relations avec les différents acteurs, sans oublier bien entendu le régulateur (AMF) et les pouvoirs publics, gouvernement et législateur.

Hervé SCHRICKE
Président de XAnge Private Equity
Président de la Commission Venture

Eric HARLÉ
Président d'I-Source Gestion
Vice-Président de la Commission Venture

PRÉSENTATION

DU GUIDE DES BONNES PRATIQUES

POURQUOI ?

Le métier du capital-risque s'est fortement développé en France, singulièrement depuis la fin des années 90. Ce métier fonctionne sur la base de pratiques largement inspirées de modèles nord-américains, qui se sont standardisées au niveau mondial.

Les équipes, qu'ils s'agissent des investisseurs ou des conseils intervenant dans ces opérations, se sont professionnalisées et ont adapté au cadre social et juridique français ces standards internationaux.

Avec le recul et la maturité acquis, il est apparu utile de mettre à la disposition de l'ensemble de la profession et de son écosystème un recueil de bonnes pratiques du capital-risque, nourri de l'expérience partagée.

POUR QUI ?

Le Guide s'adresse aux différentes parties prenantes dans le montage des opérations d'investissement en capital-risque ou participant à la vie des entreprises financées par le capital-risque :

- Investisseurs (eux-mêmes considérés dans leur diversité : business angels, fonds ou sociétés de capital-risque, industriels etc.)
- Entrepreneurs, dirigeants et fondateurs d'entreprises à la recherche de financement en capital-risque
- Experts et conseils contribuant au montage des opérations d'investissement en capital-risque : avocats, conseils en levée de fonds, commissaires aux comptes etc.

COMMENT ?

Ce document résulte d'un travail collectif, réunissant au sein du groupe « Bonnes Pratiques » de la commission capital-risque de l'AFIC des professionnels du capital-risque, des juristes et conseils spécialisés et des intervenants de l'éco-système du capital-risque tels que les opérateurs de marché (NYSE-Euronext) ou encore des commissaires aux comptes et des business angels.

Ce Guide a été réalisé sur la base des travaux menés de 2005 à 2009 par le groupe de travail « Bonnes Pratiques ». Au cours de ces années, le groupe a exploré les thématiques fondées sur le cycle de vie d'un investissement : prise de participation, vie en commun entre les entrepreneurs et les investisseurs pendant la durée de l'investissement, et sortie. Le présent Guide reprend ainsi, en les actualisant et en les développant, les résultats de ces travaux qui avaient donné lieu à de précédentes publications de l'AFIC correspondant aux différentes étapes de ce cycle : Guide de la lettre d'intention (2006), Bonnes pratiques de gouvernance (2007), et Bonnes pratiques dans la conduite d'une cession de participation (2008).

LES « BONNES PRATIQUES »

La définition de « bonnes pratiques » correspond à une démarche de dialogue et d'ouverture entre membres actifs et associés de l'AFIC, mais aussi avec des partenaires extérieurs. Ces recommandations sont issues de la pratique et de la mise en commun d'expériences. Elles valorisent le dialogue et le respect des différents acteurs.

Au travers de son association l'AFIC, la profession mène une réflexion en profondeur sur ses pratiques et sur les progrès à réaliser. Cet effort de standardisation et de simplification de ses opérations facilite les investissements et les désinvestissements.

Ces « bonnes pratiques » visent à partager un savoir-faire et une expérience. Elles présentent un intérêt didactique et d'apprentissage, mais elles ne définissent aucune norme à laquelle chacun devrait se plier. Chaque dossier a ses spécificités et chaque acteur garde sa liberté de définir la marche à suivre dans un contexte donné.

LA LETTRE D'INTENTION TYPE

Ce Guide propose une lettre d'intention-type, décrivant les termes et conditions d'un investissement en capital-risque et destiné à marquer un premier accord de principe entre investisseurs et entrepreneurs (cf. p.20 § 3 et le modèle p. 90).

Il est apparu utile que l'AFIC mette à disposition de la profession et de son environnement un modèle de lettre d'intention, ainsi que l'ont fait les associations professionnelles aux Etats-Unis (NVCA) et au Royaume-Uni (BVCA). La lettre d'intention (ou *term sheet* en anglais) est en effet un document structurant et pédagogique pour la profession et le marché.

Ce modèle est diffusé depuis février 2006 par l'AFIC et a été mis à jour pour la parution de ce nouveau Guide.

L'utilisation libre de cette lettre d'intention-type a pour objectifs de diffuser les concepts utilisés dans les montages de capital-risque, de montrer l'adaptation des pratiques françaises aux standards internationaux, de favoriser une convergence des pratiques, de diminuer les coûts de montage des opérations d'investissement, et ainsi de contribuer au développement du marché français du capital-risque et à son ouverture internationale.

La démarche n'est pas ici normative, et encore moins doctrinale. Chacun reste libre de définir ses propres termes et conditions. C'est pourquoi la lettre d'intention - type comporte des options alternatives reflétant la diversité des choix et des situations. Occasionnellement, il a été fait mention des difficultés d'application générées par certaines clauses.

La diffusion de ce modèle, qui a rencontré un vrai succès, a contribué à rapprocher des pratiques parfois très différentes. Ce modèle est ainsi devenu un standard et une référence à la fois pour les investisseurs et les entreprises à la recherche de financements.

LE GLOSSAIRE DU CAPITAL-RISQUE

Ce Guide utilise des termes techniques, juridiques, financiers, qui sont propres à la profession du capital-risque et qui sont souvent inspirés de l'anglais. De nombreuses expressions sont tombées dans le langage courant et sont bien connues des entrepreneurs. Mais pour être aussi clair que possible, et afin de se rendre accessible à tout lecteur, même inexpérimenté, ce Guide propose en annexe un Glossaire du capital-risque, réalisé par des professionnels, qui définit les termes et les concepts et donne les équivalences entre mots anglais et français.



Pierre-Louis PÉRIN
Avocat associé, SJ Berwin



François CAVALIÉ
Directeur Général, XAnge Private Equity

CONTRIBUTEURS ET REMERCIEMENTS

La rédaction de ce Guide a été coordonnée par :
Pierre-Louis Périn (SJ Berwin)

Avec les contributions de :

- **Anne-Valérie Bach**
Banexi Venture Partners
- **François Cavalié**
XAnge Private Equity
- **Pierre de Fouquet**
Iris Capital
- **Thomas Galloro**
IdF Capital
- **Stéphane Laskart**
NYSE Euronext
- **Guillaume Pellery**
Equitis Gestion
- **Dominique Rencurel**
Orkos Capital

avec le soutien de :

- **Céline Palluat de Besset**
AFIC.

Ont activement participé aux travaux du groupe de travail sur le Guide (outre les membres précités) :

- **Nicolas Boulay**
I-Source Gestion
- **François Brocard**
Cotty Vivant Marchisio & Lauzeral
- **François Fabiani**
Carreras, Barsikian, Robertson Associates
- **François Houssin**
NYSE Euronext
- **Pierre Lafarge**
Latournerie Wolfrom & Associés
- **Frédéric Lafond**
Woog & Associés
- **Damien Le Guay**
Paris Business Angels
- **Karen Noël**
Morgan Lewis
- **Sophie Pellat**
Inria Transfert
- **Benoît Pimon**
Deloitte-Constantin
- **Delphine Prévot**
Paul Hastings
- **Jacqueline Sevin**
Déontologie & Compliance des Marchés Financiers.

La partie « Dialogue entrepreneur-investisseur » sur la gouvernance a bénéficié d'une séance de travail spécifique avec la participation de :

- M. **Daniel Lebègue**, Président de l'Institut Français des Administrateurs (IFA)
- et de M. **Alain Martel**, Délégué général de l'Institut Français des Administrateurs (IFA).

Dans la partie relative à « La sortie de l'investisseur », le thème des introductions en bourse a été rédigé avec le concours de :

- **Stéphane Laskart** et **François Houssin**
NYSE Euronext

Ont également participé à la relecture de ce Guide :

- **Denis Champenois**
Innovacom
- **Olivier Dupont**
Demeter Partners
- **Xavier Lazarus**
Elaia Partners
- **Paul Tholly**
Siparex.

La Commission capital-risque est présidée par :

- **Hervé Schricke**
XAnge Private Equity
avec comme vice-président
- **Eric Harlé**
I-Source Gestion.

Le groupe « Bonnes Pratiques » est animé par :

- **François Cavalié** et **Pierre-Louis Périn**,
avec, pour les années précédentes,
- **Pierre de Fouquet**
Iris Capital
Président sortant de l'AFIC et initiateur de ce Guide des Bonnes Pratiques
- **Denis Champenois**
Innovacom
- **Alain Caffi**
Ventech
- **Paul Tholly**
Siparex

et la participation active de nombreux autres membres qui sont tous ici vivement remerciés.

Sont également remerciés les permanents de l'AFIC et spécialement :

- **Céline Palluat de Besset**
- **Serge Manzanera**
- **Alexis Valero**
- et toute l'équipe d'accueil.



LA PRISE DE PARTICIPATION ET LE FINANCEMENT

L'histoire commence par une rencontre...

Il faut savoir la susciter, la préparer, la réussir. Il restera à concrétiser ces prémices dans une relation de long terme.

L'investissement en capital, réalisé par des investisseurs professionnels, est un processus structurant. L'entreprise va recevoir les moyens financiers de son développement, dans une perspective de création de valeur à moyen ou long terme. Mais ce n'est pas seulement l'argent apporté qui compte. La démarche elle-même est positive pour l'entreprise, qui va valider sa stratégie et mobiliser ses énergies.

Quel business plan ? Quelle valeur pour l'entreprise jeune et/ou innovante ? Quelles conditions et quel processus pour lever des fonds ? Comment structurer l'entreprise pour accueillir ces nouveaux investisseurs ? Quelle place pour l'équipe et pour ses renforts, maintenant et à terme ?

Pour réaliser la prise de participation, on doit passer par l'étape des discussions préliminaires (§1), puis trouver un accord sur la valorisation et le partage de la valeur (§2), qui s'exprime dans la signature d'une lettre d'intention (§3), avant de se concrétiser lors de la réalisation de l'investissement (§4).

1 • LES DISCUSSIONS PRÉLIMINAIRES

La phase de première instruction couvre la période allant de l'élaboration du business plan par l'entrepreneur jusqu'à l'accord de principe, formalisé par la signature d'une lettre d'intention, en passant par la sélection des dossiers par le VC (*venture capitalist* ou investisseur en capital-risque) et par les premiers contacts entre l'entreprise et l'investisseur.

La durée de cette première phase est très variable, car elle dépend de multiples facteurs impliquant les deux parties :

- qualité de l'information produite, notamment dans le business plan,
- réalisme de la proposition d'investissement présentée,
- réactivité et disponibilité de l'investisseur,
- éventuelle mise en concurrence, etc.

Le temps passé dans ces discussions préliminaires n'est pas du temps perdu : c'est pendant ce moment que se construit entre l'entrepreneur et l'investisseur une relation de confiance, fondée sur une vraie connaissance mutuelle, qui sera nécessaire pour que l'association résiste aux aléas de la vie de l'entreprise.

1.1 Préparation du business plan

Le business plan (ou plan d'affaires) est le document qui synthétise la présentation de l'entreprise, de ses perspectives financières et de la proposition d'investissement. Il est préparé par l'entrepreneur, le cas échéant avec l'aide de son conseil.

Classiquement, il traite des points suivants :

- produits et services offerts - originalité/avantage compétitif,
- dynamique de marché et positionnement concurrentiel,
- organisation (ressources humaines, logistiques, commerciales ; structure juridique...),
- données et projections financières (compte de résultats, bilan, cash-flows),
- opération proposée (montant, forme juridique...).

Le business plan est nécessairement un compromis, qui doit éviter certains écueils : à la fois synthétique (pouvant avoir recours à des annexes pour traiter plus en détail certains points techniques jugés importants) et précis, il doit être vendeur sans pour autant travestir la réalité ou nier les difficultés. Des informations erronées, des affirmations

exagérément optimistes comme la non divulgation de faits importants conduiront à la fermeture immédiate du dossier par les investisseurs, qui conserveront une image très négative de l'entrepreneur et de son conseil.

La partie consacrée aux données et projections financières ne doit pas simplement comporter des tableaux chiffrés, mais devra fournir des commentaires sur les chiffres clés et présenter les principales hypothèses sous-jacentes aux prévisions.

Une partie importante du business plan devra être consacrée au management. En effet, le succès d'un projet repose en grande partie sur le capital humain. L'expérience de l'équipe, son parcours et la valeur qu'elle apporte au projet sont des éléments clés pour les investisseurs.

Les objectifs des dirigeants devront être exprimés, afin de s'assurer d'un alignement d'intérêts avec les investisseurs.

1.2 Sélection des dossiers par les capitaux-risqueurs

• Traitement du deal flow

Les investisseurs en capital-risque reçoivent chacun en général plusieurs centaines de propositions d'investissement par an. Ce deal-flow (ou flux d'affaires) donnera lieu à quelques investissements et réinvestissements sur des sociétés déjà présentes dans leur portefeuille de participations. Il en résulte une forte sélectivité, qui oblige à un tri rapide afin de concentrer les moyens de l'équipe de gestion sur les opportunités jugées les meilleures et présentant une forte probabilité d'aboutissement.

Nonobstant cette contrainte, il est recommandé aux investisseurs de répondre avec diligence et, dans la mesure du possible, d'expliquer les raisons d'une réponse négative et/ou de recommander des solutions alternatives.

Un tel comportement contribue fortement à l'image de marque de l'investisseur, en particulier, et de la profession du capital-risque, en général, auprès des entrepreneurs et de leurs conseils.

• Critères de sélection

Les investisseurs en capital-risque ont généralement une stratégie d'investissement qui définit leur périmètre d'intervention.

Certains critères sont directement liés au fonctionnement de l'investisseur :

- la maturité du projet : amorçage (seed) , projet en phase de lancement (early stage) ou de développement (later stage),
- la capacité d'intervention (100K Eur, 1M Eur, 10M Eur...),
- la stratégie sectorielle (biotechnologies, TIC (technologies de l'information et de la communication), industrie, énergies nouvelles...),
- l'horizon de sortie souhaité,
- la rentabilité attendue.

Ils peuvent aussi être dictés par les contraintes réglementaires du fonds qui influent sur :

- la taille de la société cible (chiffre d'affaires, nombre de salariés, niveau des fonds propres...),
- la zone géographique d'investissement (régions, France, Monde),
- certaines exclusions sectorielles (par exemple l'armement, la pornographie...).

Chaque investisseur a ainsi une politique et des capacités d'investissement qui conditionnent son intérêt et son aptitude à financer un projet. Aussi, il appartiendra à chaque porteur d'un projet d'identifier le ou les investisseurs les plus adaptés pour optimiser ses chances d'être sélectionné.

• Adéquation du projet avec le financement par le capital-risque

De la même façon, on soulignera l'importance de l'adéquation du projet à un financement de type capital-risque. En effet, les investisseurs rechercheront un potentiel de création de valeur à même de rémunérer le risque lié à leur prise de participation dans une jeune entreprise. De leur côté les entreprises candidates rechercheront un financement pour construire ou donner un coup d'accélérateur à leur croissance, que la dette ne peut pas combler. Pour répondre à ces deux besoins, un projet devra généralement présenter au moins l'une des caractéristiques suivantes :

- faible corrélation entre produits et charges (ex : éditeur logiciel),

- innovation de rupture du business model ou des produits,
- forte barrière à l'entrée par la propriété intellectuelle (brevets, marques) et/ou l'intensité capitaliste (biotechnologies, industrie...).

De telles caractéristiques doivent rendre le projet à même de générer un fort retour sur investissement pour les capitaux investis.

1.3 Des premiers échanges aux premières rencontres

• Intermédiation par un leueur de fonds

La prise de contact entre l'entreprise et l'investisseur est de plus en plus souvent intermédiée par des conseils (banques-conseils, « boutiques » de fusions-acquisitions, spécialistes de la levée de fonds...) mandatés par l'entreprise pour l'assister dans sa levée de fonds.

L'utilisation d'un leueur de fonds peut faciliter une mise en contact pertinente entre les porteurs d'un projet et les capitaux-risqueurs adéquats. Mais elle n'est pas toujours nécessaire et ne dédouane en tous cas pas les porteurs du projet de « vendre » leur business plan. Par ailleurs, l'intérêt du leueur de fonds (payé au %) est de maximiser le montant levé par la société. Or il faut rester vigilant sur l'adéquation avec les besoins réels de celle-ci.

• Echange de documents et confidentialité

Une première sélection peut s'opérer sur la base d'un « *teaser* » ou « *executive summary* », résumé en 1 à 2 pages du business plan, qui permet de vérifier a priori l'intérêt de principe de l'investisseur, en fonction des principales caractéristiques de l'entreprise et de l'opération envisagée (secteur, maturité, localisation, montant recherché etc.).

Ce premier document est fréquemment adressé à l'investisseur accompagné d'un engagement de confidentialité (ou NDA pour *non disclosure agreement*) à signer par l'investisseur afin qu'il puisse avoir accès à un memorandum d'information plus complet. Il faut ici mentionner que les investisseurs membres de l'AFIC sont tenus par une obligation générale de confidentialité et de loyauté⁽¹⁾ et qu'ils mettent en place des procédures internes pour traiter les dossiers de manière professionnelle et protégée. La signature d'un engagement de confidentialité n'apporte pas grand-chose de plus. On assiste parfois à l'envoi par les entreprises ou leurs conseils de NDA très détaillés et complets, voire comportant des clauses d'application douteuse (telles par exemple que celles imposant la destruction de tous les documents communiqués à l'investisseur en cas de non investissement) ou qui sont plus adaptés aux discussions entre groupes industriels (telles que les clauses de non débauchage). Un NDA simple suffit et certains investisseurs proposent leur propre modèle. La négociation pointilleuse d'un NDA est en général une perte de temps qui ne contribue pas à créer le meilleur climat entre les parties...

• Comment tirer le meilleur parti des réunions de présentation

La première réunion est l'occasion pour l'équipe dirigeante de se présenter, et de présenter l'entreprise et le projet auquel elle souhaite associer l'investisseur. Cette présentation est en général utilement soutenue par un jeu de « *slides* » fournissant le fil conducteur et reprenant les principaux éléments du business plan. Il est inutile et souvent contre-productif que cette présentation soit trop détaillée, car elle doit laisser l'espace nécessaire aux questions et au dialogue, qui permettront à l'investisseur de se forger une opinion, bien souvent décisive. L'envoi du business plan préalablement à la réunion peut s'avérer utile. Il est recommandé de se renseigner sur les préférences de l'investisseur en la matière, ce qui contribuera à tirer le meilleur parti de la réunion.

Après cette première réunion, la personne en charge chez l'investisseur fera un rapport écrit ou oral à ses collègues ou sa direction, sur la base duquel la décision sera prise d'arrêter ou de poursuivre.

Dans le cas favorable, d'autres réunions seront organisées qui permettront à l'investisseur de se familiariser avec l'entreprise (au moins une visite sur site est hautement recommandée) et avec les membres de l'équipe de direction, de progresser dans son instruction en vue de se convaincre de l'opportunité d'un investissement.

A l'issue de cette première phase, si un intérêt commun pour poursuivre le projet s'est affirmé, on peut passer à l'élaboration d'une proposition financière.

(1) Tous les membres de l'AFIC adhèrent à un Code de déontologie qui leur impose des obligations à l'égard de leurs partenaires et notamment des entreprises dans lesquelles ils investissent : loyauté, mise en œuvre des moyens nécessaires pour exercer avec efficacité leur activité, prévention des conflits d'intérêts... On peut particulièrement souligner l'interdiction de divulguer, sans l'accord préalable de l'intéressé, toute information confidentielle dont ils auront eu connaissance, soit au cours de l'examen préalable des projets, soit au cours du suivi de l'investissement (article 3).

2 • LA VALORISATION ET LE PARTAGE DE LA VALEUR CRÉÉE

2.1 La valorisation à l'entrée, vrai sujet et faux problèmes

Trouver un accord pour investir suppose de fixer un prix pour les actions qui vont être souscrites par le ou les investisseur(s). Cela dépend de la valeur reconnue à l'entreprise qui lève les fonds. La valorisation est donc un exercice nécessaire, mais délicat et souvent complexe.

La valorisation de l'entreprise fait l'objet d'une négociation entre les dirigeants (qui sont aussi fréquemment, mais pas nécessairement, les actionnaires fondateurs), les investisseurs historiques (le cas échéant) et les nouveaux entrants, en fonction de l'état de développement de l'entreprise et de ses perspectives.

Elle est souvent l'occasion d'un premier désaccord entre deux parties jusqu'alors dans un rapport de séduction (le chef d'entreprise cherchant à convaincre l'investisseur de l'attractivité de l'investissement proposé, et l'investisseur cherchant à convaincre le chef d'entreprise qu'il est le bon partenaire), désaccord parfois non réductible.

In fine la valorisation retenue sera nécessairement un compromis entre :

- le besoin de valoriser suffisamment le projet pour que les fondateurs gardent un intérêt significatif au capital de leur entreprise ; et
- le besoin de conforter les investisseurs qui vont prendre des risques en participant au tour de table et cherchent des perspectives de retour pour leur investissement.

En premier lieu, il convient de rappeler que la valorisation des sociétés financées par le capital-risque diffère, en général, des pratiques usuelles du capital investissement par la typologie même des sociétés financées, qui limite considérablement l'usage des méthodes de valorisation dites « classiques ».

En effet, les entreprises innovantes financées par le capital-risque présentent certaines caractéristiques telles que :

- l'absence de comparable significatif ou pertinent,
- l'absence ou la faiblesse du chiffre d'affaires,
- l'absence ou la faiblesse des capitaux propres,
- l'absence d'historique (société jeune),
- la forte incertitude sur le rythme de croissance de la société,
- la forte incertitude sur le délai d'atteinte de la rentabilité,
- la forte incertitude sur le besoin de financement cumulé jusqu'à l'atteinte de l'auto-financement.

Dans ces conditions, il n'est pas raisonnable de valoriser une telle société par référence à des sociétés comparables cotées sur un marché, d'envisager une actualisation des flux de trésorerie qui n'existent pas ou ne sont pas significatifs dans la phase de lancement du projet, ou dont l'anticipation est par trop aléatoire ou d'adopter une approche patrimoniale alors que la valeur réside essentiellement dans le « goodwill ».

2.2 Les mécanismes d'ajustement du prix d'entrée

Les projets financés par le capital-risque se caractérisent donc par l'ampleur de l'incertitude intrinsèque aux jeunes entreprises innovantes. Ce contexte s'impose à toutes les parties.

Confrontée à cette situation, la profession du capital-risque a développé des outils permettant de mettre la question de la valorisation en perspective. Les capitaux-risqueurs ont la capacité de reconnaître des valeurs élevées à de jeunes sociétés encore en devenir, mais à condition que la valorisation retenue puisse s'ajuster dans le temps en fonction de l'atteinte des objectifs et de la création de valeur réelle. Autrement dit, la question de la valeur reconnue à l'entrée est indissociable d'un accord sur le partage de la valeur créée, traduisant un réel alignement des intérêts à terme.

La valorisation retenue pour la mise en œuvre juridique de l'investissement peut ainsi être vue comme purement « notionnelle », en ce sens que cette valorisation affichée *ex-ante* à l'entrée ne sera très probablement pas égale à la valorisation effective calculée *ex post* à la sortie, grâce au jeu des mécanismes d'ajustement. Ces mécanismes ont l'avantage de sortir d'un débat souvent stérile sur des perspectives (par définition incertaines), en prévoyant les ajustements qui s'appliqueront en fonction des résultats à venir (mesurables et objectifs).

La relative complexité de ces mécanismes n'est qu'optionnelle : les investisseurs et l'entreprise peuvent choisir un montage beaucoup plus simple, où une valorisation d'entrée moins élevée mettra les actionnaires moins à risque et leur permettra de souscrire des instruments financiers plus simples (actions ordinaires plutôt qu'actions préférentielles par exemple) et d'exiger moins de protections.

Une valorisation basse pourra aussi être corrigée par des mécanismes d'ajustement jouant en faveur des entrepreneurs (fondateurs et/ou dirigeants), si les performances réelles surpassent les objectifs convenus.

Les mécanismes d'ajustement les plus usuels sont décrits dans la partie « Refinancements et ajustements » de ce Guide, avec des exemples chiffrés qui permettent de comprendre leur portée. Ils sont fondés sur des critères quantifiables et donc objectifs, liés à la performance de l'entreprise (multiples de chiffre d'affaires, d'EBIT etc.) ou à la valeur de sortie, ou bien encore à la valeur d'un tour de financement ultérieur.

Le maître mot pour que ces mécanismes ne soient finalement ni vains, ni contre-productifs, est le respect : respect de la valeur du projet, mais aussi de l'argent investi.

2.3 Le partage de la valeur entre actionnaires

• Les actionnaires existants : friends & family, business angels

La proposition d'investissement doit tenir compte de la composition de l'actionnariat. Tout le capital pourra être dans les mains du fondateur ; dans d'autres cas il pourra s'être ouvert à d'autres catégories d'actionnaires : argent investi par les proches (« *love money* » ou « *friends & family* »), employés, business angels, holdings ou clubs d'investisseurs, fonds d'amorçage, partenaires industriels et commerciaux...

Les investisseurs de capital-risque reconnaissent une valeur fondatrice aux premiers capitaux levés. Ils valorisent l'expertise et le soutien apportés par ces premiers actionnaires, et spécialement par les business angels qui apportent à l'entreprise non seulement des fonds mais aussi des conseils et une ouverture sur l'extérieur.

L'AFIC recommande à ses membres de tirer parti de la présence éventuelle de business angels et du travail qu'ils ont réalisé avec l'entrepreneur, de dialoguer avec eux avant et après l'investissement. Selon les cas, il pourra être utile de leur conserver une place au conseil d'administration ou de surveillance de l'entreprise.

Il est également utile de demander, en amont, quels sont les actionnaires déjà présents qui entendent participer au nouveau tour de financement.

• Dilution et droits des nouveaux entrants

Généralement, les investisseurs en capital-risque injectent leurs fonds directement dans l'entreprise, qui en a besoin pour se développer. Il est plus rare que cet investissement soit dédié au rachat des parts des actionnaires existants. Toutefois, il est possible d'engager une discussion sur la sortie des premiers investisseurs (*cash out*), immédiatement ou à terme, partielle ou totale. En revanche, il est très important que les fondateurs dirigeants restent fortement impliqués ; la cession de leur participation n'est souvent envisageable qu'à terme et de manière contrôlée par des clauses dites de « respiration » (voir le § 12.1 de la lettre d'intention type).

Le nouveau financement apporté par les capitaux-risqueurs va apporter une nouvelle dimension à l'entreprise, ce qui va souvent avec une redéfinition des stratégies et des organisations. Mais le premier effet du nouvel investissement est de consolider la valeur des capitaux déjà investis, qui sans cela pourraient être tout simplement perdus. Ils leur donnent également des perspectives de gains futurs.

Chaque actionnaire ayant investi dans une société ayant besoin de financements en fonds propres importants ou répétés, et éligibles au capital-risque, doit savoir qu'il a le droit de suivre ou de ne pas suivre les augmentations de capital ouvertes aux associés, mais qu'il ne doit pas bloquer dans son seul intérêt une levée de fonds nécessaire à l'intérêt de l'entreprise. Un actionnaire qui ne veut ou ne peut pas suivre les nouvelles levées doit accepter d'être dilué. Il doit également accepter que, conformément aux pratiques du marché, les nouveaux entrants demandent des droits spécifiques justifiés par le risque pris par eux et par la valorisation demandée, ce qui conduit souvent au remboursement prioritaire de l'argent investi à la valorisation la plus élevée (voir le § 2.2 et les exemples page 47 § 3).

- **Table de capitalisation**

La table de capitalisation est l'outil permettant de visualiser la place de chaque actionnaire et des titulaires de droits d'accès au capital, avant et après l'investissement. Elle intègre également la part revenant aux dirigeants et salariés (voir le § 2.4).

C'est donc à la fois un outil de travail indispensable pour simuler l'impact des variations de prix et des montants investis, mais aussi un élément contractuel qui sera repris en annexe de la lettre d'intention (voir le § 3.2) et dans les contrats définitifs.

L'exemple ci-dessous montre la table de capitalisation d'une société lors de son premier tour de financement :

EXEMPLE • TABLE DE CAPITALISATION

Exemple d'une société créée par des Fondateurs ayant apporté 40 000 € (souscription de 4 000 actions ordinaires à 10 € par action). La société réalise une augmentation de capital de 2 M€ souscrite par 2 investisseurs sur la base d'une valorisation avant augmentation (*pre-money*) de 4 M€, soit un prix de 1 000 € par action souscrite par les Investisseurs. La société émet également un plan d'options en faveur des managers, sous forme de BSA, portant sur 5 % du capital pleinement dilué et donnant droit de souscription à des actions ordinaires, comme celles des Fondateurs, moyennant un prix d'exercice de 1 000 € par action.

Actionnaires	Actions	%	Actions	Montants (€)	Actions	%	Actions	Montants (€)	Actions	%
Fondateur X	1 800	45,0 %			1 800	30,0 %			1 800	28,5 %
Fondateur Y	1 200	30,0 %			1 200	20,0 %			1 200	19,0 %
Fondateur Z	1 000	25,0 %			1 000	16,7 %			1 000	15,8 %
Sous-total Fondateurs	4 000	100,0 %			4 000	66,7 %			4 000	63,3 %
Investisseur A			1 000	1 000 000 €	1 000	16,7 %			1 000	15,8 %
Investisseur B			1 000	1 000 000 €	1 000	16,7 %			1 000	15,8 %
Sous-total Investisseurs			2 000	2 000 000 €	2 000	33,3 %			2 000	31,7 %
Plan BSA managers							316	316 000 €	316	5,0 %
TOTAL	4 000	100,0 %	2 000	2 000 000 €	6 000	100,0 %	316	316 000 €	6 316	100,0 %
Nominal par action				10 €				10 €		
Prime par action				990 €				990 €		
Prix par action				1 000 €				1 000 €		
Valeur	4 000 000 €				6 000 000 €				6 316 000 €	

NB - Les "BSA managers" sont ici utilisés à titre d'exemple; dans la pratique, le support juridique des options consenties au management doit être adapté au cas par cas (BSPCE, actions gratuites, options d'achat sur actions existantes etc. : voir le § 2.4).

La situation avant l'augmentation de capital est dite *pre money*. Celle après l'augmentation de capital est dite *post money*.

Lorsque la société en est à un stade plus avancé, après plusieurs tours de financement, il est important d'indiquer l'historique des prix payés et les droits accordés aux investisseurs des tours successifs. Tous les droits d'accès au capital doivent apparaître (pleinement dilué ou *fully diluted*).

2.4 Les mécanismes d'intéressement des dirigeants et salariés

Comme le souligne la Charte des investisseurs en capital⁽²⁾, la réussite du partenariat entrepreneurial nécessite un alignement des intérêts des acteurs, parties prenantes du projet, ainsi qu'un partage de la valeur créée tenant compte des risques pris et de la contribution de chacun d'eux. C'est pourquoi les investisseurs signataires de cette Charte s'engagent à promouvoir le partage de la création de valeur selon une répartition équilibrée.

La Charte des investisseurs en capital souligne que les ressources humaines, des dirigeants à tous les collaborateurs, constituent la richesse fondamentale des entreprises.

(2) La Charte des investisseurs en capital est un document émis par l'AFIC en Juin 2008, auquel de très nombreux investisseurs ont adhéré (www.afic.asso.fr).

La loi française offre de multiples mécanismes d'intéressement aux résultats de l'entreprise. Les investisseurs promeuvent leur mise en place et leur extension, selon des modalités adaptées à la situation de chaque entreprise.

Certains ont une nature salariale (bonus et primes) ou donnent accès à une part du résultat (intéressement ou participation).

D'autres donnent accès au capital lui-même, le plus souvent avec un effet différé et sous conditions (options de souscription ou d'achat d'actions, actions gratuites, bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE), bons de souscription d'actions (BSA), options d'achat d'actions, plan d'épargne entreprise (PEE), apports en industrie ...). On peut ranger tous ces instruments dans la catégorie des stock-options.

On les utilise en fonction de la population concernée (diffusion plus ou moins large au sein du personnel) et de leur traitement fiscal. Pour les jeunes sociétés, les BSPCE sont un instrument bien adapté.

Il est important de souligner que dans les montages de capital-risque :

- l'intéressement a pour objet premier d'impliquer et de motiver les parties prenantes. Il est un élément clé pour attirer et retenir au sein de l'entreprise les personnes compétentes,
- ce qui compte réellement, c'est l'accès à la plus-value réalisée lors d'une cession des actions. Cela réduit l'intérêt des outils (intéressement, apports en industrie) donnant accès aux bénéfices annuels, qui pourraient ne pas être au rendez-vous pendant plusieurs années. Il faut aussi prendre garde aux outils (actions gratuites) qui sont incessibles pendant les premières années, car ils peuvent devenir une vraie complication si dans cette phase un acheteur veut acquérir tout le capital social,
- le risque en capital étant supporté pour l'essentiel par les investisseurs, les titulaires de stock-options ont souvent accès à de simples actions ordinaires, qui ne donnent droit à une part de la plus-value qu'après que les actions de préférence des investisseurs aient reçu leur propre rémunération (voir p. 47 § 3),
- il est très important que les stock-options récompensent la valeur réelle de la contribution de chacun. Il faut donc définir les conditions de présence et/ou de résultat (vesting) qui permettront d'exercer ou non les stock-options distribuées, et d'éviter un dispersement de l'actionnariat (par exemple, éviter que les stock-options soient conservées par des personnes ayant quitté l'entreprise, qui ne contribuent donc pas ou plus à l'effort commun),
- chaque nouveau tour de table pose la question de la remise à niveau des plans d'intéressement, pour pallier en tout ou partie l'effet dilutif résultant des refinancements de la société.

Malheureusement, la mise en place de plans de stock-options successifs va rarement sans complexités juridiques. La loi crée certaines contraintes qui peuvent compliquer les opérations de refinancement à venir, telles que l'existence des « masses » de valeurs mobilières (voir le Glossaire).

La question du prix d'exercice des stock-options est également délicate. Il est très important d'éviter les requalifications en traitements et salaires, dans le cadre permis par les différents mécanismes.

3 • L'ÉTAPE DE LA LETTRE D'INTENTION

3.1 Une lettre d'intention, pour quoi faire ?

La lettre d'intention est un courrier formalisant la proposition d'investissement. Elle est adressée par l'investisseur à la société dans laquelle il se propose d'investir.

Ce document synthétique fait ressortir les principaux termes et conditions à caractère économique et juridique de la proposition. Il s'agit de traduire la perception de l'investisseur et sa connaissance de la société et de son projet, telle qu'elle a pu se construire au cours des premiers contacts entre les dirigeants et les investisseurs et au vu des documents présentés par la société (mémoire d'information, business plan).

La lettre d'intention peut être plus ou moins sommaire ou détaillée. Dans tous les cas, son objet est de vérifier l'existence d'une compréhension commune des bases d'un accord entre les parties, avant d'entrer dans la phase de réalisation de l'opération.

On peut distinguer entre les lettres d'intention, contenant en termes suffisamment précis une proposition d'investissement restant soumise à conditions, et les simples lettres d'intérêt qui expriment simplement la volonté d'un investisseur de poursuivre les discussions.

Pour les entrepreneurs qui auront réussi à susciter l'intérêt de plusieurs investisseurs, la lettre d'intention reçue de chacun d'eux permettra de comparer les termes des propositions et donc de faire un choix. Elle est un élément de concurrence entre les investisseurs. Le cas échéant, elle permet de regrouper autour d'un investisseur chef de file les autres investisseurs qui compléteront le tour de table.

La lettre d'intention retenue est contresignée par la société et le cas échéant par ses principaux actionnaires. Si elle n'a pas été approuvée dans le délai prévu, elle devient caduque.

Normalement, la lettre d'intention n'a pas valeur d'engagement des parties pour la réalisation finale de l'investissement : elle reste une expression d'intérêt et de l'intention de poursuivre les négociations en vue de trouver un accord final (*non binding*). Elle précise les conditions qui devront être réunies pour aboutir à la réalisation de l'investissement. Elle permet de donner un cadre sécurisé aux relations précontractuelles, en précisant le cas échéant les conditions d'exclusivité et de confidentialité, le partage des frais ainsi que le choix du droit applicable et de la juridiction compétente. Le droit français reconnaît simplement que les parties ayant signé une telle lettre d'intention ont l'obligation de négocier de bonne foi en vue de réaliser l'investissement.

Ayant une dimension commerciale, juridique, financière, la lettre d'intention est un document devenu aujourd'hui incontournable dans le processus d'investissement.

3.2 Le contenu de la lettre d'intention

Dans le domaine du capital-risque, où s'est développée une ingénierie financière parfois complexe, la lettre d'intention doit présenter de manière claire les mécanismes proposés (ajustement de prix, anti-dilution, droits de préférence...). Pour faciliter sa lecture et permettre de mesurer les conséquences des mécanismes proposés, il est recommandé d'annexer à la lettre d'intention une table de capitalisation détaillée et des exemples d'application des formules retenues (voir p. 38 § 2 et p. 47 § 3 de ce Guide).

Comme il s'agit ici d'un investissement qui fera entrer les investisseurs dans le capital de la société, aux côtés des fondateurs et des actionnaires existants, la lettre doit donner des indications sur la gouvernance de la société. Les investisseurs en capital participent à la vie de la société, mais ils n'ont pas vocation à assurer sa gestion qui reste du domaine des dirigeants. Il faut cependant définir comment seront composés les organes de direction, comment seront prises les décisions stratégiques, quelles informations seront transmises aux investisseurs (voir p. 28 § 3 et p. 29 § 4 de ce Guide).

La lettre d'intention sert de guide pour la phase de négociation et de préparation de la documentation juridique définitive. C'est là que son caractère plus ou moins détaillé a son importance : plus complète, elle est plus longue à mettre au point mais permet d'avancer plus facilement vers la réalisation ; plus brève, elle peut-être émise plus rapidement mais elle laisse nécessairement des zones d'incertitude qui devront être précisées lors de la rédaction des documents finaux.

3.3 La lettre d'intention type de l'AFIC

La Commission Venture de l'AFIC, dans le cadre du groupe de travail Bonnes Pratiques réunissant des praticiens de ces opérations, investisseurs et conseils, a rédigé un modèle de lettre d'intention destiné à être utilisé par tous, investisseurs et entrepreneurs, dans le cadre de leurs négociations⁽³⁾.

Ce modèle figure en Annexe du présent Guide et peut être téléchargé sur le site de l'AFIC (www.afic.asso.fr).

La lettre d'intention-type peut être utilisée librement par tout intervenant, qui doit l'adapter aux spécificités de l'opération qu'il envisage et en fonction de ses propres choix, en s'entourant des conseils professionnels nécessaires.

(3) Le premier modèle de lettre d'intention, mis au point en 2006 (Guide AFIC de la lettre d'intention), a été revu et mis à jour pour la parution de ce Guide en 2010. Pour plus d'explications, voir la partie Présentation de ce Guide.

4 • LA RÉALISATION DE L'INVESTISSEMENT

La lettre d'intention approuvée permet de passer à l'étape suivante. Elle fixe les étapes à franchir et leur calendrier : audits, autorisations préalables...

Un délai de 4 à 8 semaines est usuellement nécessaire pour passer de la signature de la lettre d'intention à la réalisation de l'investissement.

4.1 Syndication

Dans certains cas, la lettre d'intention est signée par un ou plusieurs investisseurs apportant la totalité des montants recherchés.

Mais dans d'autres cas, c'est sur la base de la lettre signée par un premier investisseur que l'on va rechercher des investisseurs permettant de compléter le tour de table à hauteur du montant souhaité. Certains fonds d'investissement ont pour politique de ne pas investir seuls, mais seulement aux côtés d'un confrère.

Le fait d'avoir défini les termes et conditions de base avec un « *lead investor* » permet éventuellement de syndiquer l'investissement auprès d'autres investisseurs, qui adhéreront à la lettre d'intention, le cas échéant en précisant certains termes. Ces nouveaux investisseurs devront recevoir l'agrément de la société et des autres signataires de la lettre d'intention.

Une fois qu'est atteint le montant minimum souhaité, grâce aux contributions des actionnaires existants et nouveaux, on peut passer à la phase de réalisation.

4.2 Due Diligences

Après la première phase de discussion et la signature de la lettre d'intention, on entre dans une phase de diligences approfondies, au cours de laquelle des investigations plus poussées seront mises en œuvre sur certaines questions apparues dans la première phase. Des vérifications seront opérées sur les informations communiquées.

Classiquement, les investisseurs font réaliser des revues de la situation financière et juridique de la société par des auditeurs spécialisés.

Selon les types d'activités, il sera également nécessaire d'analyser les droits de propriété intellectuelle, les principaux contrats avec les clients et/ou fournisseurs, l'état des stocks etc.

La validation des compétences et de la réputation du management, notamment par la prise de références auprès de personnes ayant collaboré avec les managers dans leurs précédentes fonctions, est un exercice nécessaire et important.

Enfin, dans tous les cas, il faudra vérifier la table de capitalisation, c'est-à-dire des titres composant le capital et des droits d'accès à ce capital (voir le § 2.3 ci-dessus).

Il s'agit dans tous ces domaines non seulement d'évaluer au plus près la situation réelle de la société, mais aussi d'apprécier la qualité de l'information fournie et la transparence des managers.

Il peut arriver que la société n'ait pas encore de commissaires aux comptes (cela est possible dans les SARL ou les SAS dont la taille, exprimée par leur chiffre d'affaires, leurs capitaux propres et leur effectif salarié, est inférieure à certains seuils). L'entrée de capitaux-risqueurs dans le capital social sera presque toujours l'occasion de nommer un commissaire aux comptes, dont l'apport en termes de sécurité des actionnaires est essentiel.

Les résultats des audits sont habituellement partagés et discutés avec les dirigeants. Les zones de faiblesse identifiées pourront parfois faire l'objet de régularisations (par exemple, conclusion d'un accord confirmant le transfert des droits de propriété intellectuelle des fondateurs à la société) ou de plans d'action, à réaliser avant ou après le closing (par exemple, recrutement d'un responsable financier agréé par les investisseurs, mise en place d'assurance personnes-clés). Le point le plus important est que cette situation soit compatible avec les objectifs du business plan.

La situation de la société et de ses éventuelles filiales fera usuellement l'objet de déclarations et garanties au bénéfice des nouveaux investisseurs (voir § 8 de la lettre d'intention type). Les audits ne peuvent pas remplacer ces déclarations préparées par les dirigeants et fondateurs, mais leur résultat aidera à préciser les déclarations à faire sur la société.

4.3 Conditions préalables

- La lettre d'intention indique les conditions qui devront être remplies avant de conclure l'opération. On retrouve souvent les conditions suivantes :
 - ▶ signature par l'ensemble des actionnaires de la société et par les investisseurs de la documentation juridique nécessaire (voir § 4.4 ci-dessous),
 - ▶ réalisation des audits (voir § 4.2 ci-dessus), dont les conclusions devront être satisfaisantes pour les investisseurs,
 - ▶ dans certains cas, l'organe décisionnaire chez les investisseurs devra encore donner son accord final sur la réalisation de l'investissement,
 - ▶ certaines sociétés devront obtenir le label d'entreprise innovante, qui est une condition importante pour l'investissement des FCPI. On peut demander également le bénéfice d'un concours OSEO ou autre (voir p. 35 § 1.2).
- Pendant la période entre la signature de la lettre d'intention et la réalisation de l'investissement (closing), il peut se produire des événements défavorables affectant directement ou indirectement la société, de manière substantielle. Les clauses de material adverse change ou MAC indiquent que dans ce cas les investisseurs ne seront pas tenus de réaliser l'investissement. Ce genre de clause est cohérent dans le cadre d'une lettre d'intention qui, on l'a vu, n'a pas de caractère juridiquement liant (voir § 4.1 ci-dessus).
- Certaines procédures de vérification et de prévention font partie intégrante du processus d'investissement et de désinvestissement. A ce titre, les investisseurs en capital sont tenus, de par la loi, les règlements et les règles et les principes de l'AFIC :
 - ▶ de procéder à toute vérification du bénéficiaire effectif de l'investissement et généralement de l'ensemble des parties prenantes (*i.e.* la société, les actionnaires personnes physiques et morales, les dirigeants et le cas échéant, les personnes pour le compte desquelles ils agissent) dans le cadre de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme ;
 - ▶ de s'assurer de la prévention et de la gestion de tout conflit d'intérêt potentiel entre l'équipe de gestion et les investisseurs.

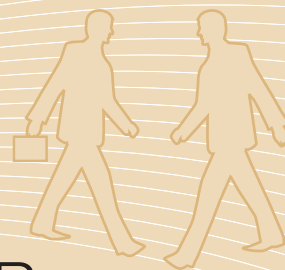
4.4 Signature des documents juridiques et Closing

Les conseils juridiques de l'investisseur et de l'entreprise se répartissent le travail de rédaction des actes juridiques. Souvent, l'avocat des investisseurs prend la plume pour la partie décrivant les termes et conditions de l'investissement (pacte d'actionnaires, définition des droits attachés aux actions ou autres titres souscrits, garanties), tandis que le conseil de la société prépare les assemblées devant approuver l'opération.

Les projets d'actes sont échangés et mis au point par les avocats et leurs clients. La technicité des montages et la rapidité souhaitée exigent des avocats habitués à ce type d'opérations. Il faut également mobiliser le commissaire aux comptes, qui devra préparer certains rapports, et dans certains cas des commissaires spéciaux, nommés par le président du tribunal de commerce, et qui devront rédiger des rapports sur les « avantages particuliers » consentis aux nouveaux investisseurs.

Il est de première importance que les actionnaires de l'entreprise, qui auront à approuver l'entrée des nouveaux investisseurs, disposent d'une information claire et précise sur les termes de l'opération. L'unanimité est recherchée pour exprimer l'adhésion de tous à la nouvelle structure. Lorsque les documents sont prêts, les actionnaires anciens et nouveaux se réunissent pour voter les résolutions d'assemblée générale, signer les contrats et procéder à la souscription des titres de capital. Les fonds sont usuellement libérés le jour même ou dans les jours suivants.

Le Closing est alors réalisé et la société peut disposer des fonds levés.



LE DIALOGUE

ENTREPRENEUR – INVESTISSEUR

Comment bien vivre ensemble entre entrepreneurs et investisseurs ? Comment l'entreprise peut-elle tirer profit de l'expérience des professionnels de l'investissement ? Quels sont les rôles de chacun ? Comment instaurer une relation de confiance entre les parties prenantes de l'entreprise ? La nouvelle organisation définie lors de l'entrée des investisseurs (voir le § 9 de la lettre d'intention type) va structurer ce dialogue, pendant toute la durée de la participation.

Cette partie⁽⁴⁾ présente les principes généraux de la gouvernance d'entreprise, adaptés au capital-risque (§1) et l'apport des investisseurs en termes d'ouverture et de structuration de l'entreprise (§2). Puis elle détaille le rôle de l'actionnaire en tant que tel (§3), et celui des représentants de l'investisseur au sein des organes d'administration ou de surveillance de l'entreprise (§4).

1 • GOUVERNANCE ET CAPITAL-RISQUE : PRINCIPES GÉNÉRAUX

La gouvernance, terme dérivé de l'anglais « governance », ressuscite un mot du vieux français. C'est dans la sphère de l'économie et des entreprises que ce concept est réapparu. On emploie aussi le terme de gouvernement d'entreprise.

La gouvernance représente l'organisation de la gestion et du contrôle de l'entreprise, c'est-à-dire l'ensemble des organes et règles de décision, d'information et de surveillance permettant aux acteurs et parties prenantes d'une société (actionnaires, dirigeants, salariés, contrôleurs) de voir leurs intérêts respectés et leurs voix entendues dans le fonctionnement de celle-ci⁽⁵⁾.

Basée sur une vision partenariale, la gouvernance permet de donner à chaque partie prenante le pouvoir d'exercer ses prérogatives en termes de gestion, de contrôle ou d'information en fixant les limites et les responsabilités.

1.1 Gouvernance, création de valeur et intérêt social

La gouvernance doit être au service de la stratégie des entreprises pour leur permettre de mieux remplir leur objet, et créer de la valeur au sens large, c'est-à-dire aussi bien au plan humain qu'organisationnel ou financier.

Le point de convergence doit être l'intérêt de l'entreprise, auquel sont subordonnés les intérêts particuliers de chaque catégorie d'intervenants. L'intérêt social, que la conception française traditionnelle voit comme la boussole de l'entreprise, prend ici toute sa place.

1.2 Respect de la loi et du « contrat de gouvernance »

La gouvernance est au cœur des relations des investisseurs en capital avec la société dans laquelle ils investissent et avec les autres parties prenantes dans cette société. La mise en place d'une gouvernance adaptée est un élément essentiel du choix et du développement des sociétés financées. Sans accord sur l'organisation et les procédures à mettre en place, il n'y a pas d'investissement possible.

(4) Cette partie est issue des travaux du groupe de travail Bonnes Pratiques de la Commission Venture de l'AFIC, de 2007 (publication d'une première note de l'AFIC sur le sujet de la gouvernance) à 2009. Une réunion d'échange avec l'Institut Français des Administrateurs (IFA) a eu lieu en mars 2009, qui a permis d'élargir le débat et de confronter les pratiques du capital-risque au regard de spécialistes reconnus de la gouvernance des entreprises.

(5) La pratique de la « Corporate Governance » a été définie d'abord pour les grands groupes cotés, par des rapports de place. Le dernier état de ces recommandations figure dans le *Code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF* (décembre 2008), et au plan international dans les *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*. Des organismes spécialisés tels que l'Institut Français des Administrateurs (www.ifa-asso.com) ont aidé à structurer et à faire évoluer ces principes. Dans le domaine du Private Equity, on peut se référer au niveau européen aux *EVCA Corporate Governance Guidelines* (2005, révisé en 2009), au Royaume Uni aux *Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity* (« Walker's report », 2007), et pour les Etats-Unis aux travaux de la NVCA et spécialement au *Guide to the basic responsibilities of VC-backed company directors* (2007).

La gouvernance n'est pas seulement un contrat entre les dirigeants et les actionnaires. Les choix d'organisation s'inscrivent dans le cadre légal du droit des sociétés. La première responsabilité des actionnaires et des dirigeants consiste à respecter le cadre légal et statutaire. Veiller au respect des lois, conventions, règles et droits est le troisième engagement figurant dans la Charte AFIC des Investisseurs en Capital.

Sur bien des points, les recommandations de l'AFIC sont un simple rappel de règles. Suivre ces règles dans la vie de l'entreprise peut paraître un exercice formel ou inutilement contraignant. Mais ces modes de fonctionnement éprouvés apportent un cadre sécurisant qui contribue au développement d'un vrai dialogue entre les parties prenantes.

1.3 Déontologie et engagements des membres de l'AFIC

En exerçant son rôle, l'investisseur sera animé par le double souci de la rentabilité et de la valorisation de l'entreprise dans laquelle il a investi, d'une part, et de la conformité aux principes de responsabilité éthique et sociale, d'autre part.

Les investisseurs membres de l'AFIC sont liés par les principes figurant dans le **Code de déontologie de l'AFIC**. On peut rappeler notamment l'article 7 de ce Code, qui prévoit que « *Les membres doivent se comporter en partenaires loyaux, eu égard aux règles de la profession, envers les entreprises dans lesquelles ils investissent. Ils définissent avec les dirigeants de celles-ci le niveau de contribution active qu'ils apporteront. Chaque membre doit être en mesure de remplir pleinement son rôle d'actionnaire.* »

En outre, la **Charte de l'AFIC**, à laquelle de nombreux membres ont adhéré, définit les responsabilités des investisseurs en capital et leurs devoirs de proposition, de conseil et de contrôle auprès des équipes dirigeantes.

1.4 Des principes généraux adaptés aux réalités des entreprises

Il est légitime d'adapter la gouvernance selon la taille des entreprises⁽⁶⁾. Par exemple, les grandes sociétés cotées font usage des comités *ad hoc* chargés d'apporter aux organes sociaux une contribution sous forme de rapports ou de recommandations sur des sujets précis : rémunérations, audits... Ces comités ont un intérêt réel, mais ils peuvent sembler trop lourds pour des sociétés de taille moyenne ; ce qui est important, c'est que les questions clés soient décidées en connaissance de cause, avec un vrai contrôle des actionnaires et des éventuels administrateurs indépendants.

La gouvernance promue par l'AFIC se veut ainsi conforme aux principes généraux en la matière, tout en restant adaptée aux réalités et aux besoins des entreprises investies.

1.5 La distinction des rôles et des fonctions

Le capital investissement est construit sur une distinction entre les fonctions de gestion, d'une part, dévolues aux dirigeants et spécialement au chef d'entreprise, et les fonctions d'orientation stratégique et de contrôle, d'autre part, dans lesquelles s'intègrent les investisseurs. Ce type d'organisation a fait ses preuves. Il contribue à l'efficacité économique de l'entreprise.

Dans cette logique, l'investisseur en capital-risque se veut un actionnaire actif, et il a vocation à siéger dans les organes sociaux de l'entreprise investie. Mais l'investisseur ne prend jamais en charge la direction générale de l'entreprise, et il n'y exerce, sauf exception, aucune responsabilité opérationnelle ou exécutive.

L'investisseur est avant tout un actionnaire. Son information, sa représentation en tant que tel, son mode d'expression et de consultation (assemblée des actionnaires ou autre mode de décision) constituent le premier niveau de gouvernance de la société (voir le § 3).

Le second niveau concerne l'administration de la société. Il est essentiel que les organes sociaux de la société puissent exercer leurs missions et notamment fixer la stratégie, contrôler son exécution, arrêter les comptes, nommer les mandataires sociaux, fixer leur rémunération (voir le § 4).

Les organes qui concourent à l'administration de la société (conseil d'administration ou de surveillance, comités) doivent opérer en concertation avec les organismes chargés par la loi de représenter telle ou telle partie prenante comme le comité d'entreprise, ou d'exercer une mission de contrôle tels que les commissaires aux comptes. La bonne gouvernance respecte ces intervenants et leur laisse toute leur place.

(6) cf. rapport AFEP-MEDEF, décembre 2008, préambule.

Il est important d'inscrire clairement et précisément dans des documents juridiques (statuts, pactes, protocoles) les règles de gouvernance. Ces documents serviront de référence dans la vie de la société, voire en cas de divergence d'appréciation.

1.6 Les « bonnes pratiques » de l'AFIC

Ces recommandations ont un objectif pédagogique, notamment vis-à-vis des jeunes professionnels du capital-risque, mais elles peuvent également intéresser les partenaires des investisseurs dans les sociétés en portefeuille : fondateurs et dirigeants d'entreprise, administrateurs indépendants, conseils juridiques et financiers des entreprises.

Les « bonnes pratiques » ne sont pas une fin en soi. Elles visent à améliorer la qualité du dialogue et de l'organisation, au service de l'efficacité et de la performance de l'entreprise.

2 • L'APPORT DES INVESTISSEURS : EXPÉRIENCE ET EXPERTISE

Les investisseurs professionnels, réunis au sein de l'AFIC, apportent une expérience des organisations qui constitue un facteur de succès pour les entreprises. L'un des atouts du capital investissement est d'inciter l'entreprise à mieux s'organiser, de l'aider à mieux définir sa stratégie, et de l'ouvrir vers de nouveaux développements. Ce projet porté en commun est source de valeur ajoutée pour l'entreprise.

2.1 L'apport des investisseurs en termes d'expertise et de réseau

L'investisseur apporte en tout premier lieu sa connaissance du secteur où il investit. Certains professionnels sont très spécialisés et maintiennent une veille permanente sur un secteur donné, dont ils ont une connaissance approfondie.

Ils sont souvent eux-mêmes d'anciens entrepreneurs, qui ont ajouté à leur expérience de terrain cette éducation qu'apporte le fonctionnement très collégial des équipes de gestion des capitaux-risqueurs et la confrontation à des dizaines de projets chaque année.

Un capital-risqueur professionnel peut apporter beaucoup à une entreprise dont il rejoint le conseil d'administration ou de surveillance :

- compréhension du secteur et des enjeux : apporter une intelligence économique nourrie par une large expérience, pouvoir dire ce qui marche ou pas en termes de business models, avoir déjà vécu le parcours auquel se confrontent les dirigeants,
- connaissance de l'entreprise : l'investisseur qui a identifié le projet, qui a établi le contact avec les dirigeants et qui a négocié l'entrée dans le capital est généralement aussi celui qui vient siéger au conseil. Il n'y pas la distance que l'on retrouve dans les plus grandes sociétés, ni le relatif éloignement des administrateurs indépendants, moins impliqués dans la société,
- regard proche mais distancié : en se parlant sur une base régulière, mais sans faire partie de l'équipe permanente, l'administrateur apporte le recul nécessaire,
- relais vers l'extérieur : mettre à disposition de l'entreprise un réseau de contacts patiemment construit, permettre l'accès à certains grands acteurs et notamment aux industriels, mais aussi aux institutions financières et aux conseils les plus compétents,
- renforcement de l'image de l'entreprise : avoir gagné le soutien de capitaux-risqueurs est non seulement un signe de maturité et de solidité, mais aussi la démonstration de la capacité de l'équipe à progresser dans ses projets.

Le plus souvent, l'investisseur en capital-risque ne perçoit pas de rémunération spécifique pour le temps qu'il consacre à l'entreprise. La rétribution de l'investisseur se fait à travers son intéressement à la plus-value actionnariale.

Les administrateurs indépendants (ne représentant ni les fondateurs et dirigeants, ni les actionnaires principaux) ont un apport différent : ils ont une position plus neutre par nature, éventuellement plus distanciée.

2.2 Le dialogue stratégique et la performance

L'initiative stratégique appartient naturellement au dirigeant et à l'équipe de gestion de l'entreprise. C'est cette équipe qui définit le plan stratégique. Mais ce plan n'existe que lorsqu'il est validé par le conseil d'administration, qui est responsable des orientations de la société. Un dialogue s'instaure qui va enrichir la vision de l'entrepreneur. La solitude du dirigeant face à la prise de décision peut trouver un remède dans le dialogue avec les membres de son conseil, représentant les investisseurs, indépendants, ou éventuellement représentants des salariés de l'entreprise.

Le conseil d'administration ou de surveillance devient ainsi un *sounding board*, un espace de discussion stratégique qui peut s'avérer particulièrement riche. Les dirigeants qui viennent y présenter leurs projets peuvent tester leurs idées et s'enrichir d'informations complémentaires, notamment concernant les enjeux internationaux.

Il y a souvent plusieurs investisseurs, et donc plusieurs représentants au conseil. Cette diversité permet d'avoir des regards croisés et un dialogue dans lequel chacun devra accepter de n'avoir pas raison seul (voir le § 4.4 sur la composition du conseil et le § 4.5 sur la prise des décisions et les majorités).

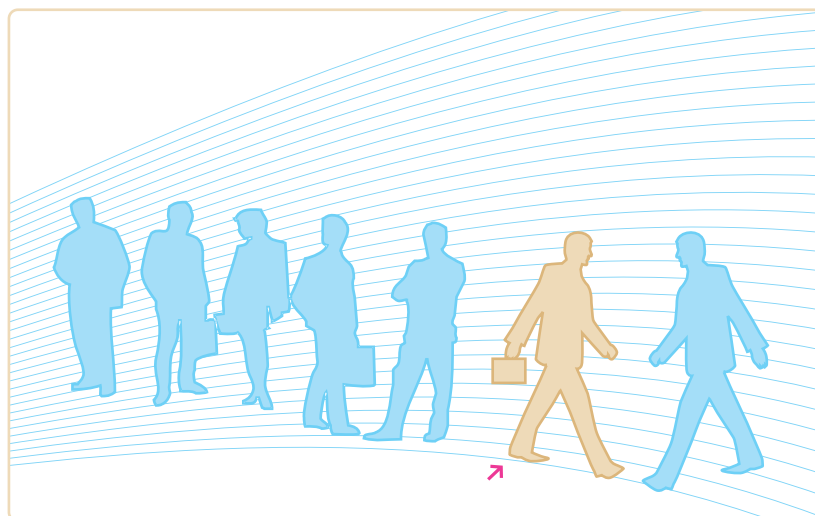
Dans la phase d'exécution du projet, le conseil d'administration ou de surveillance s'assure du suivi de la performance.

Il a également à jouer un rôle dans l'équilibre des équipes. Le conseil est bien placé pour apprécier la performance de chacun et faire évoluer l'organisation de l'entreprise avec sa croissance. Sur proposition du dirigeant, il peut participer à la sélection des candidats aux postes clés et donner son avis sur la définition des fonctions et sur les rémunérations. Il arbitre les éventuels désaccords et doit éventuellement réagir aux situations de crise.

L'une des forces de ce dialogue entre dirigeants et représentants des investisseurs est d'être en lui-même structurant pour l'entreprise. Quand le format adéquat de reporting aura été défini, les dirigeants n'auront pas seulement trouvé le moyen de dialoguer et de convaincre leur conseil d'administration ; ils auront aussi affiné leur propre connaissance de leur entreprise.

L'administrateur d'une société cotée a un rôle plus formel de respect des codes de gouvernement d'entreprise, de représentation des intérêts des petits porteurs et d'attention à l'évolution du marché. Certaines études suggèrent que l'administrateur d'une société cotée a tendance à être plus conservateur que celui des sociétés supportées par le capital-investissement.

Performance et gouvernance sont indissociablement liées et la preuve en est souvent donnée lors de la cession de la société, car les acquéreurs valorisent la structuration des organes, la traçabilité des décisions, la clarté des documents de *reporting*.



3 • LE RÔLE DE L'INVESTISSEUR EN TANT QU'ACTIONNAIRE

3.1 Information des actionnaires

L'un des piliers de la gouvernance d'entreprise est la transparence : transparence à l'égard des investisseurs en capital, mais également transparence de ceux-ci à l'égard de leurs propres bailleurs de fonds. En ce qui concerne les sociétés de portefeuille, les pratiques de bonne gouvernance préconisent la mise en place de rapports publics dont le contenu peut notamment être défini en ligne avec le projet de directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (en cours d'examen en 2010).

Les besoins des investisseurs en la matière dépassent ceux des actionnaires « ordinaires ». L'entrée au capital est l'occasion de reformater la procédure d'information interne (voir le § 4.5 pour l'information délivrée à l'occasion des conseils).

- Le calendrier légal d'approbation des comptes annuels (six mois après la clôture de l'exercice) est trop étiré : il est préférable de disposer des comptes bien avant avril-mai (60 jours maximum à compter de la clôture de l'exercice).
- L'information légale prévue pour les sociétés anonymes est à la fois trop détaillée et contraignante, et pas assez développée pour les besoins des investisseurs.
 - ▶ Les rapports du conseil aux assemblées générales peuvent s'avérer décevants sur le plan de la pertinence et de la qualité des informations données. Des éléments d'information complémentaires doivent être prévus :
 - ▷ un rythme plus fréquent que le seul rapport annuel à l'assemblée (reporting trimestriel / mensuel),
 - ▷ une information contractuelle destinée aux actionnaires doit être fondée sur quelques indicateurs clés, avec un prévisionnel de trésorerie et des projections,
 - ▷ un reporting consolidé, sur une base pro forma le cas échéant.
 - ▶ Il faut compléter le reporting régulier par des droits d'information renforcés :
 - ▷ droit d'audit,
 - ▷ droit d'accès aux dirigeants (questions, organisation de réunions).
 - ▶ Ces droits spécifiques sont prévus dans les statuts ou le pacte d'actionnaires. Ils bénéficient usuellement aux seuls actionnaires financiers.

3.2 Le fonctionnement des assemblées

Les investisseurs en capital dans les sociétés non cotées participent activement aux débats d'actionnaires et sont présents ou représentés aux assemblées.

• Tenue des assemblées d'actionnaires

- Dans les SA, la tenue réelle des assemblées est obligatoire. Les règles de représentation sont restrictives, même si le vote à distance se développe.
- Dans les SAS, les statuts peuvent prévoir des modes de décision par écrit, ou élargir les possibilités de participation et de représentation des actionnaires.

Ces modalités permettent plus de souplesse et évite des coûts, mais rien ne vaut une réunion physique lorsque des questions importantes méritent un vrai débat.

• Problème spécifique des « masses » de valeurs mobilières

- En droit français, chaque émission de valeurs mobilières donnant accès au capital (BSA, obligations, BSPCE...) donne lieu à la constitution d'une masse ; chaque masse doit tenir ses propres assemblées ; chaque masse dispose de droits de veto spécifiques (modification de la répartition des bénéfices et donc création de nouvelles actions de préférence avec des droits préférentiels).

- Le fonctionnement des assemblées de masse est contraignant et est encadré par des règles spéciales : par exemple la suppression du droit de vote pour toute société actionnaire détenant plus de 10 % du capital, ou encore les incompatibilités pour les représentants de la masse.
- En amont, il faut étudier la complexité des montages afin de ne pas avoir de problèmes en cas d'absence ou de blocage par certains porteurs de valeurs mobilières.

4 • LE BON FONCTIONNEMENT DES CONSEILS D'ADMINISTRATION ET DE SURVEILLANCE



Le représentant de l'investisseur, qu'il soit membre d'un conseil d'administration ou de surveillance, n'est jamais le dirigeant exécutif de la société du portefeuille. Il doit laisser ce rôle aux représentants légaux (président, directeur général, directeur général délégué, président ou membres du directoire, gérant).

Le rôle et l'apport du représentant de l'investisseur est d'être un membre actif d'un organe collégial, assumant ses responsabilités de contrôle et de décision, sans être responsable de la gestion quotidienne de la société.

Qu'il siège à titre personnel ou comme représentant permanent d'une personne morale, le représentant de l'investisseur, en tant qu'administrateur, doit être guidé par l'intérêt social de l'entreprise. Il n'est pas là pour faire prévaloir l'intérêt particulier d'un actionnaire.

4.1 Quels choix d'organisation : conseil d'administration ou de surveillance Société anonyme (SA) ou Société par actions simplifiée (SAS) ?

• Conseil d'administration ou de surveillance ?

Le choix classique se fait entre conseil d'administration et conseil de surveillance.

Il faut bien distinguer entre les domaines d'intervention du conseil d'administration (qui a un pouvoir de décision sur les affaires de la société, notamment sur la définition de sa stratégie) et du conseil de surveillance (qui surveille la gestion du directoire et autorise certains actes importants).

Le conseil d'administration a pour mission :

- la définition de la stratégie et le contrôle de sa mise en œuvre,
- la responsabilité du contrôle interne,
- l'arrêté des comptes et la garantie de l'information donnée aux actionnaires,
- la nomination des dirigeants exécutifs, leur évaluation et leur rémunération.

Le conseil de surveillance pour sa part ne définit pas la stratégie, mais il exerce le contrôle permanent de la gestion par le directoire. Il évalue le contrôle interne et contrôle l'information donnée aux actionnaires. Il nomme, évalue et fixe la rémunération des membres du directoire.

Dans les deux cas, le conseil est amené à autoriser certaines opérations importantes. La liste de ces décisions (catalogue) est prévue dans les statuts, le pacte d'actionnaires ou un règlement intérieur :

- la liste des décisions soumises au contrôle du conseil de surveillance doit être plus limitée que pour un conseil d'administration, afin de laisser une autonomie au directoire pour la gestion de la société,
- dans tous les cas, les seuils de contrôle et d'autorisation doivent éviter l'immixtion dans la gestion, et doivent donc ne pas être trop bas.

Le style des interventions des représentants ne peut pas être le même, selon le type d'organe et le mandat exercé :

- un administrateur prend part à un processus de prise de décisions stratégiques engageant la société et liant les dirigeants exécutifs (directeur général et directeur général délégué),
- un membre de conseil de surveillance participe à un processus d'autorisation d'une décision qui lui est présentée par le directoire et qui sera finalement prise et exécutée par le directoire,
- enfin, les censeurs (ou observateurs) ne doivent s'exprimer qu'en donnant un avis consultatif sur les sujets abordés.

Il faut aussi bien distinguer entre les décisions prises en tant que membre d'un organe social (conseil) et les décisions d'actionnaires (notamment la cession de la participation). Au sein des conseils, et spécialement en tant que représentant des investisseurs, il faut s'abstenir des intérêts personnels des actionnaires.

Le choix d'un statut d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance a une implication importante en matière de responsabilité : selon la loi, l'administrateur est responsable des fautes de gestion, alors que le membre du conseil de surveillance n'est pas responsable de la gestion de la société.



Ces règles de comportement doivent se retrouver dans la lecture des procès-verbaux. La rédaction et la relecture de ces procès-verbaux sont de première importance. Il est aussi nécessaire de se comporter de manière cohérente avec son statut lors des échanges de courriers, e-mails, etc., avec la société et ses dirigeants.

• SA ou SAS ?

Quand la forme de SAS est choisie pour des sociétés du portefeuille, il est recommandé de recréer l'une des deux formes de gouvernance classiques (conseil d'administration et de surveillance) :

- on a intérêt à ne pas trop s'écarter du modèle original des SA pour les définitions de compétence. Cela permet de garder des points de repères utiles pour le comportement des représentants des investisseurs,
- on peut bénéficier de la souplesse de la SAS pour améliorer dans les statuts le mode de fonctionnement du conseil (décisions prises par écrit, nomination des représentants, droit de vote double, ...), gérer avec plus de souplesse la durée et le renouvellement des mandats (exemple : des mandats renouvelables chaque année),
- on peut le cas échéant créer des organes spécifiques (comités d'investissement, superviseur), mais seulement pour répondre à des besoins bien précis,
- en aucun cas la SAS ne doit être utilisée de manière à réduire le niveau d'exigence en matière de bonne gouvernance. Il faut veiller à ce que les dirigeants exécutifs (le président et les directeurs généraux de la SAS) acceptent la mise en place d'un système de contrôle adéquat et transmettent les informations nécessaires aux administrateurs et aux actionnaires.

L'organisation de la SAS dépend presque exclusivement des statuts, qui peuvent dans un document unique et opposable regrouper les règles inscrites usuellement dans les pactes d'actionnaires. Il est donc nécessaire de bien détailler les procédures et les droits de chacun.

• Le bon usage des comités

Dans les SA, les comités ont vocation à préparer les décisions du conseil, mais ils ne décident pas. Dans les SAS, il est possible de leur déléguer un pouvoir de décision.

Il est important de faire attention à l'articulation des compétences entre les comités et le conseil. Le but est d'approfondir certains sujets et d'alléger la tâche du conseil.

Les comités les plus fréquents sont : comité d'audit, comité de rémunération, comités stratégiques.

- le recours aux comités se fait en fonction de la taille de l'entreprise ou des problèmes qui pourraient l'exiger,
- le recours aux comités peut être utile dans la phase de constitution de la société pour définir les voies stratégiques de développement,
- les comités d'audit sont de plus en plus fréquents. Ils sont surtout utiles lorsque la société est confrontée à des problématiques spécialement complexes. Le comité d'audit ne doit pas attendre le rapport des commissaires aux comptes, mais susciter un dialogue et mettre en place des contrôles spécifiques.
- la rémunération des dirigeants exécutifs ne doit pas être déterminée par eux-mêmes. Elle peut être prévue dans le pacte initial, et son évolution doit être contrôlée. Un comité de rémunération, avec le cas échéant des administrateurs indépendants, peut être une bonne solution.

4.2 Le lien avec les commissaires aux comptes

La présence d'un commissaire aux comptes est une garantie que souhaitent les investisseurs, même lorsqu'elle est facultative⁽⁷⁾. Leur mission bénéficie à tous les actionnaires et à la société.

Lorsque cela est possible, le choix du commissaire aux comptes doit être fait en commun entre les fondateurs et les investisseurs. Ce choix doit tenir compte des ambitions de la société. Dans certains cas, le co-commissariat est adapté. Il est toutefois obligatoire dès lors que la société doit établir des comptes consolidés.

Un dialogue peut s'établir entre les investisseurs et le commissaire aux comptes, mais il doit normalement se faire en liaison avec le chef d'entreprise et le directeur financier. Un tel dialogue peut pallier dans une certaine mesure l'absence de comité d'audit et des comptes dans les plus petites sociétés ; réactivité, transparence et dialogue sont souhaités.

Le processus de certification et d'approbation des comptes est un moment clé de la vie de la société. Il est important de s'assurer que le commissaire aux comptes dispose de toute l'information nécessaire pour exercer sa mission.

La loi donne mission au commissaire aux comptes de présenter des rapports sur la plupart des opérations affectant le capital social (augmentations de capital réservées, émission d'actons de préférence, réduction de capital, etc.). Le contenu de ces rapports, fixé par la loi et les règlements, reste d'un intérêt informatif limité pour les actionnaires (notamment, les commissaires ne peuvent donner un avis sur les valorisations des jeunes entreprises, fixées de gré à gré avec les souscripteurs des augmentations de capital (voir p.17 § 2.1 pour les questions de valorisation). Cet exercice assez formel doit être appliqué dans les cas prévus par la loi, afin de ne pas affaiblir la validité des opérations sur le capital.

Les investisseurs et leurs représentants sont invités à respecter les commissaires aux comptes dans l'exercice de leur mission et les avis qu'ils donnent.

4.3 Le lien avec les représentants du personnel (délégués ou comité d'entreprise)

L'AFIC promeut le dialogue social, clef de la réussite d'un développement efficace et harmonieux des entreprises. Dans la Charte des investisseurs en capital (AFIC, juin 2008), les signataires s'engagent à proposer, dans le cadre et le respect du rôle des organes de gouvernance de l'entreprise, un dialogue ouvert avec les représentants du personnel, lors de leur entrée au capital et au moment de la cession de leur participation.

Les investisseurs, qu'ils siègent ou non dans un conseil d'administration ou de surveillance, ne doivent pas se substituer au chef d'entreprise, qui est l'interlocuteur naturel des représentants du personnel, au sein du comité d'entreprise ou en dehors.

4.4 Veiller à une composition harmonieuse du conseil

- **Composition du Conseil**

Eviter les conseils pléthoriques : le conseil doit rester une instance de décision.

Il est recommandé que les administrateurs désignés soient des personnes disposant de l'expertise, de l'expérience et des capacités appropriées. En particulier, le représentant de l'investisseur (qu'il soit nommé à titre personnel ou comme représentant permanent de la société de gestion) doit être suffisamment senior pour assumer pleinement ce rôle, avec l'expérience et la capacité requises.

La plupart des investisseurs font désigner en tant que membre du conseil la société de gestion elle-même, laquelle désigne un représentant permanent ; certains préfèrent que l'un des membres de l'équipe soit désigné directement, ce qui demande une organisation particulière pour gérer les cas de départ du membre de l'équipe.

(7) Depuis la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008, il n'est plus obligatoire dans les plus petites SAS, comme dans certaines SARL, de désigner des commissaires aux comptes. Cette désignation reste obligatoire dans toutes les SA, ainsi que dans les SAS dépassant certains seuils (de chiffre d'affaires, de bilan et de personnel).

Le statut de censeur ou d'observateur (invités à participer aux réunions, sans droit de vote) est utile, à condition d'éviter toute confusion des rôles entre censeurs et membres de plein exercice. Il permet d'élargir la présence au conseil, sans remettre en cause les équilibres de majorité.

Les investisseurs apprécient de pouvoir faire évoluer leur représentation au conseil : désigner un administrateur et pouvoir le remplacer par un censeur, ou au contraire désigner un censeur et pouvoir le remplacer par un administrateur.

- **Administrateurs indépendants**

Recherche des candidats : par relations ou par des organismes tels que l'IFA (Institut Français des Administrateurs) et l'APIA (Administrateurs Professionnels Indépendants Associés) qui regroupent des administrateurs expérimentés. S'agissant de petites sociétés, cette recherche ne passe généralement pas par des chasseurs de tête, bien que cette tendance se développe avec la taille des entreprises.

Les administrateurs indépendants sont sélectionnés sur la base de critères objectifs en termes d'expérience, de secteur d'activité, d'adaptation à la phase de vie de la société (démarrage, développement international, etc.).

La désignation se fait par cooptation. Il faut éviter les personnes s'alignant systématiquement sur un groupe (amis des fondateurs).

Le frein principal pour les personnes intéressées est la responsabilité juridique des administrateurs (préférence pour les conseils de surveillance, attention portée aux assurances de responsabilité).

- **Rémunération des administrateurs**

Réservée aux membres indépendants au sein des conseils d'administration et de surveillance. A titre de référence (fin 2009), il est considéré que leur rémunération dans les sociétés cotées va de 25.000 euros par an pour les sociétés du SBF 120, à 50.000 euros pour le CAC 40. S'agissant de PME, cette rémunération est évidemment moindre et dépend de la mission, de l'apport et de l'expérience de l'administrateur.

Il est recommandé de ne pas donner de rémunération aux représentants des investisseurs.

Les administrateurs n'ont pas accès aux stock-options / BSPCE / actions gratuites. Leur intéressement au capital peut passer par des systèmes de BSA qui sont assez contraignants.

Remboursement des frais (déplacement) : de plus en plus souhaité par les investisseurs.

- **Responsabilité – Assurances**

La responsabilité des actionnaires est limitée au montant de leurs apports.

La responsabilité des administrateurs et des membres de conseil de surveillance est engagée en cas de violation de la loi ou des statuts. De plus, les administrateurs sont responsables des fautes de gestion. En revanche, les membres d'un conseil de surveillance ne le sont pas (ce sont les membres du directoire qui sont responsables de la gestion) et leur responsabilité n'est engagée qu'en cas de défaut de surveillance. Lorsque le membre du conseil est une personne morale, son représentant personne physique est solidairement responsable avec la personne morale.

Pour couvrir ces risques, les investisseurs mettent en place des assurances à leur propre niveau (c'est-à-dire en tant que société de gestion de fonds). Sont ainsi couverts les risques liés aux prises de participation et à leur gestion, et notamment au fait d'accepter des fonctions d'administrateur et/ou de membres de conseil de surveillance dans les sociétés du portefeuille.

De plus, les investisseurs demandent aux sociétés dans lesquelles ils investissent de souscrire des polices Responsabilité Civile Professionnelle et Responsabilité Civile des Mandataires Sociaux (RCMS) couvrant les actes de leurs dirigeants et membres des organes d'administration et de surveillance.

Il est conseillé de faire procéder par un cabinet de courtage à une étude auprès des compagnies d'assurances et de réassurance des risques RC professionnelle et RC mandataires, y compris ceux auxquels les filiales et entités détenues par la société sont exposés.

Le coût est fonction du profil de risque de la société concernée (par exemple en cas d'activité aux Etats-Unis). Le coût de la couverture pourra baisser si elle prend en compte à la fois les assurances des sociétés de gestion et celles des sociétés du portefeuille.

Il est nécessaire de s'assurer chaque année de la souscription effective et du paiement des primes par la société du portefeuille.

- **Devoirs des administrateurs et des membres du conseil de surveillance**

Tout membre d'un conseil d'administration ou de surveillance doit respecter la loi et les statuts de la société, ainsi que les règles de fonctionnement définies dans le pacte ou le règlement intérieur.

Il doit exercer son mandat avec assiduité et diligence.

Il doit exercer son mandat dans l'intérêt de la société, faire preuve de loyauté à l'égard de la société et des actionnaires, préserver la confidentialité des débats et des informations qu'il reçoit, et prendre garde aux situations de conflit d'intérêts.

A cet égard, les représentants des investisseurs au sein des conseils sont invités à se conformer aux principes d'éthique et de déontologie propres à l'AFIC, et à se référer aux principes recommandés par les organismes de gouvernance tels que l'IFA (Institut Français des Administrateurs – www.ifa-asso.com – Charte de déontologie de l'administrateur).

- **Prévention des conflits d'intérêts**

Les acteurs de l'entreprise doivent prévenir les situations de conflit d'intérêts⁽⁸⁾. Un conflit d'intérêts apparaît lorsqu'un associé ou dirigeant se trouve en situation d'exercer ses droits et pouvoirs au sein de la société pour satisfaire un intérêt personnel extérieur à la société ou pour s'octroyer dans la société un avantage au préjudice des autres associés. Il peut conduire à un abus lorsqu'un tel intérêt personnel s'exprime à l'encontre de l'intérêt social.

Les conventions intervenant entre la société et l'un de ses dirigeants ou actionnaires importants (plus de 10 % des droits de vote) sont soumises à la procédure de contrôle des « conventions réglementées ». Ce contrôle repose notamment sur :

- l'autorisation préalable de ces conventions par le conseil d'administration ou de surveillance (la partie intéressée ne pouvant pas prendre part au vote sur l'autorisation). Cette phase d'autorisation préalable est obligatoire dans les SA. Elle est souvent prévue dans les statuts des SAS et dans les pactes d'actionnaires. On peut la renforcer, notamment dans les groupes, en demandant que les conventions conclues avec les filiales soient également autorisées par le conseil, ou en demandant que toutes les conventions soient présentées au conseil, même lorsqu'elles sont courantes et conclues à des conditions normales.
- le rapport que le commissaire aux comptes présente à l'assemblée annuelle et le vote par l'assemblée pour approuver les conventions.

4.5 Améliorer la prise des décisions et le fonctionnement des conseils

- **Périodicité des réunions**

Il est nécessaire que les réunions soient au minimum trimestrielles (comme c'est le cas pour les conseils de surveillance dans les SA). En période de démarrage, la périodicité peut être plus fréquente. Certains conseils se réunissent sur une base mensuelle.

En cas de crise, il faut pouvoir se réunir aussi fréquemment que nécessaire, avec des préavis de réunion plus brefs.

- **Convocation, ordre du jour**

Il faut prêter une vraie attention aux règles de convocation et de fixation de l'ordre du jour :

- le président ne doit pas être le seul à pouvoir convoquer le conseil (convocation par deux membres, par un vice-président...),
- la documentation doit être envoyée avant la réunion, avec un préavis suffisant.

Le non respect des règles de délai et d'information peut conduire au report d'une séance, à la demande d'un administrateur : hors les cas d'urgence, il n'est ni correct ni efficace de faire délibérer sans le temps d'analyse nécessaire.

(8) Les investisseurs membres de l'AFIC sont soumis par le Code de déontologie de l'AFIC à des règles particulières de prévention et de gestion des conflits d'intérêts.

• Tenue des réunions – Procès-verbaux

Les conférences téléphoniques et vidéo-conférences sont un moyen utile, surtout pour la prise de décisions ponctuelles, mais dans les limites prévues par la loi pour les SA (pas de limites autres que statutaires dans les SAS). Dans les situations difficiles, les réunions physiques sont généralement recommandées.

La bonne conduite de la réunion est importante : tenir l'ordre du jour, bien traiter les points et aller jusqu'à la prise de décision. Selon les cultures des sociétés, le mode de décision est plutôt consensuel ou plutôt majoritaire.

Il y a des cultures différentes avec notamment une approche « nordique » avec des séances d'une journée, très opérationnelles, ou au contraire des réunions plus brèves se concentrant sur les sujets d'administration ou plus stratégiques.

Les séances ne sont en principe pas enregistrées. Elles ne peuvent l'être que si chaque participant en est prévenu, et si le président et le cas échéant le conseil l'autorisent.

Le procès-verbal de la séance doit être établi rapidement et circularisé avant la réunion suivante. Il doit être approuvé dans sa forme définitive en premier point de l'ordre du jour et signé par le président et un représentant des investisseurs. Le registre doit pouvoir être accessible en séance ou à tout moment, sur simple demande.

• Le choix de la langue de travail

En présence d'investisseurs étrangers, il est fréquent que la langue des débats soit l'anglais. Cette pratique, qui n'est pas contraire aux dispositions légales et réglementaires en vigueur, nécessite de prendre quelques précautions.

Le choix d'une autre langue que le français n'a de sens que si la langue étrangère choisie est le moyen permettant à l'ensemble des participants aux réunions de l'organe de s'exprimer et de se comprendre, en faisant l'économie des systèmes de traduction. Spécialement, les personnes qui signent des actes doivent être en état de comprendre les documents qui leur sont soumis.

Les procès-verbaux ne sont pas obligatoirement rédigés en français. Seules les parties devant faire l'objet d'un dépôt auprès de l'administration (greffe, enregistrement) doivent être rédigées ou traduites en français. Dans un tel cas, il est recommandé que les deux versions (française et anglaise) soient approuvées selon les mêmes formes.

• Prise des décisions, majorités

La pratique courante est d'éviter de donner des droits de veto sur des questions opérationnelles à un investisseur pris individuellement. Usuellement, on prévoit des majorités renforcées (2/3, 4/5 etc.) ou des majorités simples mais comprenant la voix d'au moins un investisseur (ou de plusieurs investisseurs : par exemple les deux tiers). Il s'agit de « veto collectifs », mais chaque investisseur doit accepter de ne pas pouvoir avoir raison « tout seul ».

• Améliorer l'information des membres des conseils d'administration ou de surveillance

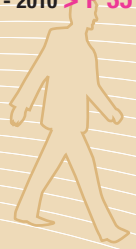
Il faut bien distinguer l'information délivrée aux investisseurs financiers en tant qu'actionnaires, et celle donnée aux administrateurs (« board pack »), plus opérationnelle et plus détaillée, qui peut se baser sur les documents de suivi de gestion internes à la société. Le format du reporting (définition des indicateurs de suivi d'activité et présentation) doit être défini d'un commun accord et suivre un modèle récurrent.

Il faut développer une relation directe entre les investisseurs et les directeurs administratifs et financiers des sociétés du portefeuille pour contribuer au respect des échéances et de la production de l'information.

Concernant l'utilisation de l'information reçue par les investisseurs, ceux-ci font face à une double nécessité :

- traiter l'information en interne, pour le suivi de la participation, et la remonter de manière synthétique vers leurs propres investisseurs, dans le cadre de leurs obligations de reporting et de valorisation,
- préserver la confidentialité des informations de la société du portefeuille, éviter toute divulgation pouvant porter atteinte à la société et éviter les conflits d'intérêt.





REFINANCEMENT ET AJUSTEMENTS

Le capital-risqueur accompagne l'entreprise dans la durée. Dans la plupart des cas, il a prévu une réserve de fonds qu'il pourra mobiliser pour compléter son investissement initial, ce qui le distingue d'autres types d'investisseurs qui ne sont pas en mesure de s'engager pour l'avenir.

Mais le refinancement de l'entreprise est toujours un moment délicat, riche de questionnements :

Quel fonds pour quels besoins ? A quel prix et pour quelle part du capital ? Faut-il se tourner vers les actionnaires, présents ou nouveaux, ou recourir à des modes de financement alternatifs ? Les mécanismes d'ajustement vont-ils jouer ? Quels droits préférentiels demandent les nouveaux investisseurs, et comment vont-ils affecter la part des autres actionnaires ?

Après avoir étudié les différentes possibilités de refinancement (§1), on peut décrire la manière dont joueront les clauses d'ajustement « ratchet » (§2, où ces ajustements sont présentés sous forme d'exemples chiffrés), puis présenter les droits préférentiels jouant sur la répartition du prix de cession (§3, avec des exemples chiffrés).

1 • FINANCEMENT ET REFINANCEMENT

La contribution de l'investisseur se fait sur un projet et un plan d'affaires présenté par l'entrepreneur et discuté avec lui (voir p. 14 1 § 1). C'est sur ces bases que l'investisseur détermine le montant de son investissement initial, et le cas échéant qu'il s'engage à financer l'entreprise au-delà de ce premier tour, jusqu'à une étape à déterminer (investissement par tranches).

En aucun cas les entrepreneurs (ou les autres actionnaires ou parties prenantes : fournisseurs, créanciers, salariés) ne doivent penser que l'investisseur s'est engagé à financer la société sans limite. Un investisseur en capital-risque ne prend son risque que pour des mises déterminées et limitées, dans le cadre de sociétés où le montant des pertes des actionnaires est limité au montant de leurs apports (SA, SAS, SARL).

En cas de besoins additionnels, dus soit à de nouveaux projets ou à de nouvelles opportunités (acquisition de parts de marché ou accès à de nouvelles technologies) soit à des dérapages du plan d'affaires, l'entrepreneur pourra solliciter ses actionnaires. Toutefois, il devra démontrer le bien fondé de sa demande et faire preuve de conviction en argumentant ses besoins complémentaires.

Si l'investisseur est acquis au projet, il a à sa disposition un certain nombre de possibilités pour refinancer la société, soit en intervenant par lui-même en augmentant sa contribution financière directe, soit en favorisant le recours à des financements alternatifs.

1.1 Refinancement par les actionnaires

• Mise à disposition des « tranches » - *Milestones*

Le financement initial peut être découpé en tranches (voir le § 2 de la lettre d'intention type). On parle parfois de droits de tirage ou d'*equity line*. Dans ces cas, les investisseurs apportent immédiatement une première partie de leur investissement. Ils s'engagent à mettre le complément à disposition de la société plus tard, selon un calendrier et sous des conditions à définir :

- calendrier : les appels de fonds sont séquencés selon le plan de financement défini dans le protocole d'investissement,
- conditions : la libération d'une tranche est souvent soumise à des conditions particulières, correspondant à la réalisation par la société d'objectifs de développement (*milestones*) : gain d'un client, réalisation d'un chiffre d'affaires minimum, embauche d'un nouveau dirigeant-clé, résultat de R&D, validation d'une phase d'essais, etc...

- le financement par tranches ne sera pas réalisé (ou du moins les investisseurs ne seront pas tenus de le réaliser) si les objectifs prévus ne peuvent être atteints. Il est de la responsabilité des dirigeants d'anticiper les cas délicats, d'informer les investisseurs et de prévoir un plan alternatif.

- **Financement relais (*bridge loan*)**

L'actionnaire peut (sous certaines conditions juridiques et fiscales) consentir à la société, sous forme d'avance en compte courant d'actionnaire, un prêt relais qui permet de financer temporairement les besoins additionnels, le prêt relais ayant pour objectif d'être capitalisé à un plus ou moins court terme.

Ce mode de financement a l'intérêt de la rapidité et permet d'éviter en cas d'urgence des débats sur la valorisation de l'entreprise. Toutefois il ne faut pas sous estimer les problèmes soulevés dans le cas où le financement n'est pas apporté proportionnellement entre les actionnaires de la société, car le sujet de la valorisation se posera lors de la capitalisation de cette avance.

Il arrive donc que le contrat d'avance précise les conditions dans lesquelles le prêt sera capitalisé : conditions du prochain tour moins le cas échéant une décote, BSA complémentaires, prix plancher en l'absence de nouveau tour...

- **Nouveau tour de table**

Le conseil d'administration (ou le directoire, sous le contrôle du conseil de surveillance) peut décider de lancer une nouvelle augmentation de capital. Les questions suivantes se poseront :

- participation ou non des actionnaires (selon leur catégorie : investisseurs, fondateurs), sachant que les pactes d'actionnaires réservent souvent aux investisseurs un droit de suite sur les augmentations de capital futures,
- ouverture à de nouveaux investisseurs : éventuel mandat de levée de fonds, montants levés, étude des propositions d'investisseurs,
- définition du type d'instrument financier : émission d'actions, le cas échéant de préférence, d'obligations convertibles ou remboursables en actions, assorties ou non de BSA,
- impact dilutif sur les plans d'intéressement existants,
- L'opération suivra le processus légal et statutaire, qui comprend usuellement les phases suivantes :
 - ▶ préparation d'un projet par le chef d'entreprise assisté de son directeur financier, comprenant notamment un chiffrage de l'opération projetée, sur la base d'un plan de financement et d'un prévisionnel de trésorerie,
 - ▶ phase de sondage et de discussion avec les principaux actionnaires, qui seront appelés à voter et le cas échéant à souscrire l'augmentation de capital,
 - ▶ présentation au conseil d'administration qui peut apporter toute modification au plan, et qui prend la décision de le soumettre à l'assemblée des actionnaires (lorsque le plan a un impact sur le capital social : augmentation de capital, émission de valeurs mobilières donnant accès au capital),
 - ▶ préparation et diffusion des rapports requis par la loi, tant du conseil d'administration que du commissaire aux comptes. Au-delà des exigences légales et réglementaires, il est très important de donner aux actionnaires et aux souscripteurs une image réaliste et complète de la situation de la société et de ses perspectives,
 - ▶ décision des actionnaires,
 - ▶ période de souscription, plus ou moins longue selon les cas (avec ou sans droit préférentiel de souscription),
 - ▶ clôture des souscriptions, libération des apports et mise à disposition des fonds.

L'ensemble de ce processus est encadré par la loi, les règlements, les statuts et les pactes d'actionnaires, de sorte que des délais incompressibles existent, qu'il faut savoir anticiper et gérer au mieux.

- A noter : lorsqu'ils siègent au conseil d'administration, les représentants des actionnaires doivent considérer uniquement l'intérêt de la société pour déterminer les termes de l'augmentation de capital ; en revanche, la position qu'ils prennent à cette étape n'engage pas forcément les investisseurs à suivre et à participer à l'opération, en tant qu'actionnaires.

- **La question de la valorisation**

Lors d'un tour de financement complémentaire le problème de valorisation de la société peut se poser de façon aigüe, notamment si les actionnaires ne réinvestissent pas proportionnellement et/ou si un nouvel entrant arrive au capital.

L'ensemble des accords négociés lors du tour précédent et encore en vigueur engagent leurs signataires. L'accord des actionnaires ou selon les cas d'une majorité d'entre eux restera nécessaire pour faire évoluer les accords existants, mais il n'est pas interdit de les réexaminer en fonction de la situation et des perspectives nouvelles, et certaines des propositions envisagées supposeront une remise à plat et une renégociation de ces accords.

La négociation du prix du tour se fera sur la base des acquis et de la réalisation des performances prévues de la société. On revisitera les questions posées lors du premier investissement sur les comparatifs et les performances attendues (voir p. 17 § 2). Si le tour est ouvert à de nouveaux investisseurs, le prix sera fixé selon l'accord que l'on trouvera avec eux.

Il est fréquent que le nouvel investisseur entrant négocie des préférences, considérant que son entrée à un moment crucial sur une valorisation relativement élevée doit bénéficier d'un retour prioritaire. Ces mécanismes de préférence peuvent prendre différentes formes :

- Une simple priorité de remboursement du montant investi puis la perception de son prorata du capital
- Un multiple prioritaire basé sur le montant investi puis perception du prorata du capital.

(voir les exemples figurant au § 3.3 ci-dessous)

1.2 Financements alternatifs

La société peut aussi recourir à des financements alternatifs, qui ne sont pas apportés par les actionnaires et qui ont donc le mérite de diminuer le risque pris par l'actionnaire. On ne mentionne pas ici les financements bancaires, qui sont ou non accessibles aux sociétés selon leur profil.

- **Le venture loan**

Le *venture loan* ou « prêt à risque » est un mode de financement particulier qui consiste en un prêt à caractère « haut de bilan » apporté par des structures spécialisées à des entreprises dont le profil ne les rend pas éligibles à un prêt bancaire classique⁽⁹⁾. L'AFIC estime à 5 % le nombre des sociétés financées par le capital-risque qui pourraient être concernées par un tel mode de financement.

Le venture loan constitue un financement qui peut présenter un intérêt pour :

- éviter une dilution problématique de l'actionnariat,
- offrir une alternative à un financement en compte courant ou en obligations convertibles par les actionnaires historiques afin de réduire leur exposition,
- un financement relais dans des situations spécifiques où soit les actionnaires n'ont pas les capacités de financement, soit les délais de montage sont incompatibles avec les échéances.

Cependant, on ne perdra pas de vue les contraintes du recours à ce type de financement qui comporte en général un taux d'intérêt supérieur de 4 à 6 points au taux de base bancaire pour rémunérer le risque pris, une garantie de la dette contraignante donnant au prêteur un droit sur les actifs de la société (propriété intellectuelle, fonds de commerce...), et un intéressement potentiel au capital (BSA, warrants...).

De manière générale, le venture loan ajoute en soi une dose de complexité au montage financier, qui peut rendre difficile les refinancements ultérieurs, voire les cessions.

- **Le prêt participatif**

Ce type de prêt peut être consenti par un large éventail d'opérateurs économiques que ce soit sur fonds publics, des établissements de crédit, des sociétés commerciales. Ce prêt offre des avantages incontestables puisqu'il est assimilable à des fonds propres d'un point de vue financier alors que sur le plan juridique il est assimilable à un emprunt.

(9) Pour plus de détails, on se référera à la note « Venture loan » de la commission Venture de l'AFIC, publiée en juin 2008.

• L'intervention d'organismes du type OSEO

OSEO met à disposition des entreprises et des investisseurs un ensemble de financements et d'aides leur permettant de concrétiser leurs projets, ces interventions étant soumises à certaines conditions d'éligibilité qui varient selon l'âge de l'entreprise et son projet.

Parmi ces interventions, et en fonction de la maturité de l'entreprise, on recense par exemple⁽¹⁰⁾ :

Pour les entreprises en phase de création :

- *le contrat de développement création*, prêt de 24 à 80 K€ sans garantie sur une durée de 5 à 7 ans permettant de lever d'autres prêts auprès des banques.
- *le prêt participatif d'amorçage* pour les entreprises innovantes de moins de 5 ans dans l'attente d'une levée de fonds auprès d'investisseurs. Ce financement d'un montant maximum de 150 K€ est remboursé sur 8 ans.
- *la garantie* à hauteur de 70 % des investissements en fonds propres, permettant aux organismes de partager leurs risques avec OSEO.

Pour les entreprises en croissance :

- *le contrat de développement innovation* complémentaire d'une intervention bancaire, destiné aux entreprises innovantes de plus de 3 ans. Ce financement de 40 K€ à 600 K€ sur 6 ans est sans garantie.
- *le contrat de développement participatif*, jumelé à une intervention bancaire (1 pour 2) ou en fonds propres (1 pour 1), permettant à l'entreprise de financer un projet de développement. Ce prêt d'un montant de 300 K€ à 3 000 K€ se rembourse sur 7 ans.
- *la garantie* à hauteur de 50 % des investissements en fonds propres, permettant aux organismes de partager leurs risques avec OSEO.

Les financements proposés bénéficient le plus souvent de différés d'amortissement en capital et sont sans garantie réelle, ce qui les positionne en « quasi-fonds propres ».

2 • MÉCANISMES D'AJUSTEMENT DE PRIX

Les ajustements de prix ont vocation à jouer dans des cas de figure très différents. En cas de baisse de la valorisation de l'entreprise, ils interviennent à titre défensif pour protéger les investisseurs ayant payé le(s) prix par action le(s) plus élevé(s). En cas de surperformance par rapport aux attentes des investisseurs, exprimées dans le protocole d'investissement, on peut envisager des mécanismes d'ajustement ou de rattrapage en faveur des autres catégories d'actionnaires, dirigeants ou fondateurs.

En capital-risque, compte tenu des valorisations souvent élevées que les investisseurs acceptent de payer à l'entrée (voir p. 17 § 2), et des plans d'intéressement des managers et salariés, on rencontre plutôt des mécanismes de protection des investisseurs. Ce sont ces droits qui sont présentés en détail ci-dessous, avec les formules d'ajustement, les différentes modalités et clauses que la pratique a mises au point et utilise le plus fréquemment⁽¹¹⁾. Tous ces exemples sont fondés sur un scénario de départ où la valorisation de la société baisse entre le premier tour de table et le tour suivant.

2.1 Méthodologie

• Hypothèses

Nous prenons comme exemple, afin d'illustrer les mécanismes d'ajustement de prix, le cas d'une société ayant réalisé un premier tour de table de 2M€ sur une valorisation *pre-money* de 4M€, correspondant à un prix de 1.000€ par action dont la valeur nominale est de 10€, et donnant une valorisation *post-money* de premier tour de 6M€.

La société ayant un besoin complémentaire de 1,5M€ pour son développement, un nouvel investisseur entre lors d'un deuxième tour. Il demande une part du capital de 33,33 % pour son investissement de 1,5M€, ce qui valorise la société 4,5M€ *post-money* du second tour et 3M€ *pre-money* du second tour, représentant une décote de 50 % par rapport à la valorisation reconnue lors du premier tour et qui se traduit par un prix par action de 500€ au lieu des 1.000€ payés par les premiers investisseurs.

(10) Cette offre étant évolutive, on se reportera au site www.oseo.fr pour plus de précisions.

(11) On peut se référer notamment à l'ouvrage de P. Brunswick et O. Dupont, Ajustement de prix et capital-investissement, AFIC éditions, 2002.

Le tableau ci-dessous illustre l'évolution de la table de capitalisation sur la base de ces hypothèses (avant exercice des mécanismes d'ajustement) :

EXEMPLE 1 • MÉCANISMES D'AJUSTEMENT DE PRIX

ACTIONNAIRES	SITUATION DE DÉPART		PREMIER TOUR		DEUXIÈME TOUR		CUMUL		
	Nombre d'actions	Montant investi	Nombre d'actions	Montant investi	Nombre d'actions	Montant investi	Nombre d'actions	Montant investi	Coût unitaire
Fondateurs	4 000	40 000 €					4 000	40 000 €	10,00 €
Investisseurs historiques			2 000	2 000 000 €			2 000	2 000 000 €	1 000,00 €
Nouveaux investisseurs					3 000	1 500 000 €	3 000	1 500 000 €	500,00 €
Total	4 000	40 000 €	2 000	2 000 000 €	3 000	1 500 000 €	9 000	3 540 000 €	
Prix unitaire de souscription		10,00 €		1 000,00 €		500,00 €			

• **Présentation des différents types de mécanismes d'ajustement de prix et de divers schémas de mise en œuvre**

- Il existe **2 types de mécanismes d'ajustement du prix de revient (ratchet)** pour les investisseurs historiques (ou investisseurs du ou des premier(s) tour(s)) :
 - ▶ **Full ratchet** :
Le prix de revient des investisseurs historiques est ramené au prix de souscription du nouveau tour (ou dans certains cas des tours successifs suivant le premier tour).
 - ▶ **Weighted average ratchet** :
Le prix de revient des investisseurs historiques est ramené à un prix correspondant à la moyenne pondérée par les montants investis, entre le prix d'origine et le prix du ou des tour(s) ultérieur(s).
Dans la pratique, la manière de prendre en compte le ou les tours ultérieurs considérés dépendra des conditions définies entre les parties : soit certains tours, soit tous les tours, ou encore conditionnés à un montant de financement ou à un certain seuil de prix...
- Pour chacun des ces 2 types de mécanismes d'ajustement du prix de revient (*full* ou *weighted average ratchet*), seront présentés **3 schémas de mise en œuvre juridique** :
 - ▶ **Rétrocession des Fondateurs aux Investisseurs historiques** :
La rétrocession repose sur des promesses de vente des Fondateurs aux Investisseurs historiques. Ces promesses sont annexées à la documentation de l'opération initiale. L'avantage de ce procédé est sa simplicité, le fait que l'on ne crée pas de nouveaux titres (ce qui simplifie le calcul du prix par action du 2^e tour) et que le montant à déboursier par l'Investisseur est le plus souvent symbolique. En revanche, cette promesse peut s'avérer difficile à exécuter en cas de tensions entre les parties. S'il y a plusieurs catégories d'actions, il faudra éventuellement prévoir de transformer les actions rétrocedées en actions de la même catégorie que celles détenues par l'investisseur concerné.
 - ▶ **Conversion des actions de préférence** :
Cette méthode permet à l'actionnaire de demander la conversion de tout ou partie de ses actions en un plus grand nombre d'actions de la même catégorie que celle des actions qu'il détient. Ce mécanisme sera décrit dans les résolutions de l'assemblée générale qui les créera en passant par la procédure d'émission des actions de préférence.
Cette méthode ne nécessite en principe aucun versement complémentaire, mais limite la parité de conversion de telle sorte que le montant initial de la souscription de l'Investisseur soit au moins égal à la valeur nominale de toutes les actions existantes après la mise en jeu de la conversion.
 - ▶ **Exercice de BSA ratchet** :
Il faut prévoir de créer ces bons lors de la réalisation de l'opération. L'intérêt de ces bons est d'appartenir dès leur émission aux Investisseurs, qui devront éventuellement respecter certaines conditions avant de pouvoir les exercer. Ils donneront droit à des actions de la même catégorie que celle des actions dont ils servent à ajuster le prix. Ils nécessitent un versement complémentaire qui

doit au minimum être égal à la valeur nominale des actions nouvelles. Si la valeur du nominal n'est pas négligeable, cela entraîne un montant de souscription significatif et un écart pouvant être important par rapport à un schéma de conversion des actions de préférence.

- Les mécanismes 2 (Conversion) et 3 (BSA) ayant pour effet de créer de nouvelles actions, la part du capital des nouveaux investisseurs s'en trouverait diminuée, en l'absence de prise en compte de cette dilution. En réalité, la fixation du prix du nouveau tour sera négociée de façon à ce que les nouveaux investisseurs détiennent une part donnée du capital, après le jeu des mécanismes d'ajustement. Dans ce cadre, on remarquera que la valorisation *post-money* de la société ne changera pas (4,5 M€) mais que c'est la valorisation *pre-money* par action qui sera impactée à la baisse par la création d'un plus grand nombre d'actions lié à l'ajustement. On peut noter que les BSA ne peuvent être exercés qu'une fois alors que les autres mécanismes peuvent permettre des ajustements nouveaux.
- Dans la documentation juridique, il conviendra de préciser les cas d'application du ratchet :
 - ▶ soit à l'occasion d'une augmentation de capital et pendant une fenêtre de temps limitée, soit à tout moment après la réalisation d'une augmentation de capital, soit un instant de raison avant la sortie,
 - ▶ éventuellement en excluant les augmentations de capital résultant de l'exercice de plans d'intéressement, en précisant les conséquences de l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital (obligations convertibles, BSA...),
 - ▶ clauses précisant l'impact des ajustements réalisés sur le capital social et les formules légales d'ajustement et de protection des titulaires.
- Il est très important de définir exactement les termes utilisés et de vérifier le jeu des formules. Il est recommandé de donner des exemples d'application des clauses.
- De plus, de telles clauses peuvent être assujetties à un droit d'exercice proportionnel à la participation aux tours de financement à venir (clause de « *Pay to Play* », voir le Glossaire et l'exemple donné en 2.4 ci-dessous).

Les schémas suivants⁽¹²⁾ sont donnés afin d'illustrer comment fonctionne un ajustement de type « *full ratchet* » ou de type « *weighted average ratchet* », avec le jeu des trois mécanismes de rétrocession, de conversion d'actions ou d'exercice de BSA. Ces trois mécanismes n'ont pas exactement le même résultat en termes de dilution, comme le montrent les exemples présentés ci-dessous.

(12) Ces exemples diffèrent légèrement de ceux présentés dans le Guide de la lettre d'intention AFIC de 2006. Ils sont plus détaillés et présentent les formules applicables, et ils sont construits de manière à refléter au mieux le jeu usuel des négociations entre les actionnaires existants et nouveaux, en appliquant les postulats suivants : d'une part le nouvel investisseur reçoit dans tous les cas ce qu'il a demandé : un pourcentage donné du capital pour un montant d'investissement fixe (ici, 33,33 % du capital pour 1,5M€), et d'autre part, on recherche d'un prix d'ajustement pour l'investisseur historique par correction *a posteriori* de son prix d'entrée.

2.2 Full Ratchet

La formule consiste à ajuster le prix de revient par action des investisseurs historiques pour qu'il soit égal au prix payé par les nouveaux investisseurs lors du 2^e tour.

- **Rétrocession des fondateurs aux investisseurs historiques**

Le nombre d'actions à rétrocéder à chaque investisseur bénéficiant du full ratchet est défini par la formule générale suivante :

$$N = \frac{P_i N_i - P_f N_i}{P_f}$$

Où

N est le nombre d'actions à rétrocéder aux investisseurs bénéficiant du full ratchet

P_i est le prix de souscription initial des actions bénéficiant de la clause de full ratchet

N_i est le nombre d'actions souscrites par l'investisseur concerné lors du tour au prix P_i

P_f est le prix de souscription des actions émises lors de la nouvelle augmentation de capitale dilutive

Les fondateurs cèdent pour 1€ symbolique le nombre d'actions nécessaires aux investisseurs du 1^{er} tour pour que ceux-ci aient un prix de revient égal au prix de souscription du dernier tour.

Cette opération est neutre pour les nouveaux investisseurs. On vérifie que la multiplication du nombre total d'actions post-opérations par le prix par action de 500€ payé par les nouveaux investisseurs donne bien la valorisation *post-money* recherchée, soit 4,5M€.

Nombre d'actions à rétrocéder aux historiques : 2 000

$$N = [(1000 \times 2000) + (500 \times 2000)] / 500 = 2\ 000$$

Nombre d'actions à rétrocéder : 2 000

ACTIONNAIRES	SITUATION AVANT		AJUSTEMENT		SITUATION APRÈS			
	Nombre d'actions	Structure du capital	Nombre d'actions	Montants	Nombre d'actions	Structure du capital	Montants	Coût unitaire
Fondateurs	4 000	44,44 %	- 2 000	-1 €	2 000	22,22 %	39 999 €	20,00 €
Investisseurs historiques	2 000	22,22 %	2000	1 €	4 000	44,44 %	2 000 001 €	500,00 €
Nouveaux investisseurs	3 000	33,33 %			3 000	33,33 %	1 500 000 €	500,00 €
Total	9 000	100,00 %			9 000	100,00 %	3 540 000 €	

• **Conversion d’actions de préférence**

La création d’actions nouvelles au bénéfice des investisseurs historiques pour leur permettre d’ajuster *a posteriori* leur prix d’entrée en fonction du prix moyen pondéré va devoir être compensée, pour les nouveaux entrants, par la création d’actions supplémentaires, afin de neutraliser l’effet du mécanisme d’ajustement. *In fine*, les % de détention pour les nouveaux investisseurs doivent être strictement identiques à ceux calculés dans le schéma précédent (rétrocession) et suivant (BSA), soit 33,33 %. Dans la formule de conversion présentée, les fondateurs vont conserver leur nombre d’actions initial et les investisseurs historiques vont recevoir des actions supplémentaires. L’effet dilutif de cette création d’actions nouvelles est supporté par tous les actionnaires historiques, ce qui conduit à une répartition du capital entre eux légèrement différente de celle résultant du schéma de rétrocession.

Le taux de conversion des actions de préférence au titre du full ratchet est défini par la formule générale suivante :

$$C = 1 + \frac{P_s - P_{in}}{P_{in}}$$

Où

C est le taux de conversion

Ps est le prix de souscription initial de l’action de préférence bénéficiant du ratchet

Pin est le prix de souscription du nouvel investisseur déclenchant le ratchet

On peut utiliser une version simplifiée de cette formule :

$$C = \frac{P_s}{P_{in}}$$

Les nouveaux investisseurs, souhaitant neutraliser l’effet dilutif de la conversion des actions de préférences pour obtenir 33,33 % du capital, vont investir 1,5 M€ avec un prix par action de 250€. On vérifie que la multiplication du nombre total d’actions post-opérations par ce prix par action donne bien la valorisation *post-money* recherchée, soit 4,5M€.

Les actions de préférence des investisseurs historiques sont converties en nouvelles actions de préférence, avec un coefficient multiplicateur (taux de conversion) tel que le prix moyen par action des investisseurs historiques après la conversion soit égal au prix de souscription du dernier tour, soit 250€ par action.

Nombre d’actions de préférence supplémentaires à créer : 6 000

$$C = 1 + ((1000 - 250) / 250) = 4 \quad \text{soit } 2000 * 4 = 8\ 000$$

ACTIONNAIRES	SITUATION AVANT		AJUSTEMENT		SITUATION APRÈS			
	Nombre d’actions	Structure du capital	Nombre d’actions	Montants	Nombre d’actions	Structure du capital	Montants	Coût unitaire
Fondateurs	4 000	33,33 %			4 000	22,22 %	40 000,00 €	10,00 €
Investisseurs historiques	2 000	16,67 %	6 000	0,00 €	8 000	44,44 %	2 000 000,00 €	250,00 €
Nouveaux investisseurs	6 000	50,00 %			6 000	33,33 %	1 500 000,00 €	250,00 €
Total	12 000	100,00 %			18 000	100,00 %	3 540 000,00 €	

- **Exercice de BSA Full Ratchet**

L'exercice de BSA ratchet va se traduire par l'émission de nouveaux titres, avec une différence par rapport au schéma précédent (conversion) liée au fait que les actions nouvelles à attribuer aux investisseurs historiques supposent le versement par ceux-ci d'un montant égal au nominal soit 10€ par action. Dans cet exemple, cela représente un montant relativement important (6.250 actions * 10€ = 62.500€), dont l'impact sur la valeur de la société a été pris en compte (voir l'exemple des BSA weighted average ratchet au § 2.2 ci-dessus pour un cas inverse où le montant payé, moins important, est négligé dans les calculs).

Le nombre d'actions à émettre pour chaque exercice de BSA au titre du full ratchet est défini par la formule générale suivante :

$$N = \frac{Nb_{actions}}{Nb_{bsa}} \times \frac{P_i - P_f}{P_f - P_n}$$

Où

N est le nombre total d'actions exerçable par BSA

Nbactions est le nombre d'actions bénéficiant du full ratchet

Nbbsa est le nombre total de BSA rattachés aux actions bénéficiant du full ratchet

Pi est la valeur initiale de l'action souscrite par l'investisseur, prime d'émission incluse

Pf est la nouvelle valeur de l'action de l'opération dilutive

Pn est la valeur nominale de l'action

Généralement, un seul BSA est rattaché à une seule action, on a alors la formule générale simplifiée suivante :

$$N = \frac{P_i - P_f}{P_f - P_n}$$

Les nouveaux investisseurs, souhaitant neutraliser l'effet dilutif de l'exercice des BSA, vont investir 1,53 M€ avec un prix par action de 250€ environ. La souscription des BSA par les actionnaires historiques représentant un montant jugé significatif, la valeur de la société est augmentée d'autant. C'est pourquoi les nouveaux investisseurs, pour maintenir leur pourcentage de détention souhaité de 33,33 %, investissent une somme majorée à 1,53 M€ au lieu de 1,50 M€.

On vérifie que la multiplication du nombre total d'actions post-opérations par ce prix par action donne bien la valorisation *post-money* recherchée, soit 4,6M€ environ (4,5M€ plus le prix d'exercice des BSA).

Les investisseurs historiques exercent un nombre de BSA permettant de souscrire, au nominal, le nombre d'actions nécessaire pour obtenir un prix de revient moyen par action égal au prix du dernier tour.

Nombre d'actions à émettre par exercice des BSA : 6 250

$$N = (1000 - 250) / (250 - 10) = 3,125 \quad \text{soit } 2000 * 3,125 = 6\,250$$

ACTIONNAIRES	SITUATION AVANT		AJUSTEMENT		SITUATION APRÈS			
	Nombre d'actions	Structure du capital	Nombre d'actions	Montants	Nombre d'actions	Structure du capital	Montants	Coût unitaire
Fondateurs	4 000	32,99 %			4 000	21,77 %	40 000,00 €	10,00 €
Investisseurs historiques	2 000	16,49 %	6 250	62 500,00 €	8 250	44,90 %	2 062 500,00 €	250,00 €
Nouveaux investisseurs	6 125	50,52 %			6 125	33,33 %	1 531 250,00 €	250,00 €
Total	12 125	100,00 %			18 375	100,00 %	3 633 750,00 €	

2.3 Weighted Average Ratchet

La formule consiste à ajuster le prix de revient par action des investisseurs historiques pour qu'il soit égal à la moyenne des prix par action des tours 1 et 2 pondérés par le nombre d'actions émises à chaque tour.

Il faut donc définir tout d'abord un prix moyen pondéré.

La formule générale du prix moyen pondéré est la suivante :

$$P_m = \frac{(P_1 \times N_1) + (P_2 \times N_2) + \dots + (P_n \times N_n)}{N_1 + N_2 + \dots + N_n}$$

Où

P_m est le prix moyen pondéré des tours 1 à n

P_1 est le prix de souscription initial des actions bénéficiant de la clause de ratchet

N_1 est le nombre d'actions émises lors du tour au prix P_1

P_2 est le prix de souscription des actions lors de l'augmentation de capital suivant le tour P_1

N_2 est le nombre d'actions émises au prix P_2 lors de l'augmentation de capital suivant le tour N_1

P_n est le prix de souscription des actions lors de la dernière augmentation de capital

N_n est le nombre d'actions souscrites lors de la dernière augmentation de capital

(tous les prix de souscription ou d'émission sont considérés en valeur nominale et prime d'émission incluse)

- **Rétrocession des fondateurs aux investisseurs historiques**

Le nombre d'actions à rétrocéder à chaque investisseur bénéficiant de l'*average ratchet* est défini par la formule générale suivante :

$$N = \frac{(P_1 N'_1 + P_2 N'_2 + \dots + P_n N'_n) - P_m (N'_1 + N'_2 + \dots + N'_n)}{P_m}$$

Où

N est le nombre d'actions à rétrocéder aux investisseurs bénéficiant de l'*average ratchet*

P_1 est le prix de souscription du tour des actions bénéficiant de la clause de ratchet

N'_1 est le nombre d'actions souscrites par l'investisseur concerné lors du tour au prix P_1

P_n est le prix de souscription des actions lors de dernière augmentation de capital

N'_n est le nombre d'actions souscrites par l'investisseur concerné lors de la dernière augmentation de capital

P_m est le prix moyen pondéré des tours N_1 à N_n

Dans notre exemple, le prix moyen pondéré P_m des deux tours d'investissement, ou prix d'ajustement, est de 700€ par action

$$P_m = ((1000 \times 2000) + (500 \times 3000)) / (2000 + 3000) = 700$$

Les fondateurs cèdent pour 1€ symbolique le nombre d'actions nécessaires aux investisseurs du 1^{er} tour pour que ceux-ci aient un prix de revient égal au prix moyen pondéré des deux tours.

Cette opération est neutre pour les nouveaux investisseurs. On vérifie que la multiplication du nombre total d'actions post-opérations par le prix par action de 500€ payé par les nouveaux investisseurs donne bien la valorisation *post-money* recherchée, soit 4,5M€.

Nombre d'actions à rétrocéder aux investisseurs historiques : 857

$$P_m = ((1000 \times 2000) + (500 \times 3000)) / (2000 + 3000) = 700$$

$$N = [(1000 \times 2000) - (700 \times 2000)] / 700 = 857,14$$

ACTIONNAIRES	SITUATION AVANT		AJUSTEMENT		SITUATION APRÈS			
	Nombre d'actions	Structure du capital	Nombre d'actions	Montants	Nombre d'actions	Structure du capital	Montants	Coût unitaire
Fondateurs	4 000	44,44 %	-857	-1€	3 143	34,92 %	39 999,00 €	12,73 €
Investisseurs historiques	2 000	22,22 %	857	1€	2 857	31,75 %	2 000 001 €	700,00 €
Nouveaux investisseurs	3 000	33,33 %			3 000	33,33 %	1 500 000 €	500,00 €
Total	9 000	100,00 %			9 000	100,00 %	3 540 000 €	

- **Conversion d'actions de préférence**

La création d'actions nouvelles au bénéfice des investisseurs historiques pour leur permettre d'ajuster *a posteriori* leur prix d'entrée en fonction du prix moyen pondéré va devoir être compensée, pour les nouveaux entrants, par la création d'actions supplémentaires, afin de neutraliser l'effet du mécanisme d'ajustement. *In fine*, les % de détention pour les nouveaux investisseurs doivent être strictement identiques à ceux calculés dans les schémas précédent (rétrocession) et suivant (BSA), soit 33,33 %. Dans la formule de conversion présentée, les fondateurs vont conserver leur nombre d'actions initial et les investisseurs historiques vont recevoir des actions supplémentaires. L'effet dilutif de cette création d'actions nouvelles est supporté par tous les actionnaires historiques, ce qui conduit à une répartition du capital entre eux légèrement différente de celle résultant du schéma de rétrocession.

Le taux de conversion des actions de préférence au titre de l'average ratchet est défini par la formule générale suivante :

$$C = \frac{1 + P_s - P_m}{P_m}$$

Où

C est le taux de conversion

Ps est le prix de souscription initial de l'action de préférence bénéficiant du ratchet

Pm est le prix moyen pondéré, calculé comme indiqué ci-dessus

On peut utiliser une version simplifiée de cette formule :

$$C = \frac{P_s}{P_m}$$

Les nouveaux investisseurs, souhaitant neutraliser l'effet dilutif de la conversion des actions de préférences pour obtenir 33,33 % du capital, vont investir 1,5 M€ avec un prix par action de 416,86 €. On vérifie que la multiplication du nombre total d'actions post-opérations par ce prix par action donne bien la valorisation *post-money* recherchée, soit 4,5M€ (aux arrondis près).

Les actions de préférence des investisseurs historiques sont converties en nouvelles actions de préférence, avec un coefficient multiplicateur (taux de conversion) tel que le prix moyen par action des investisseurs historiques après la conversion soit égal au prix de souscription moyen pondéré des deux tours, soit 625,20€ par action.

Nombre d'actions de préférence supplémentaires à créer : 1 199

$$P_m = ((1000 \times 2000) + (416,86 \times 3598)) / (2000 + 3598) = 625,20$$

$$C = 1 + ((1000 - 625,20) / 625,20) = 1,5995 \quad \text{soit } 2000 \times 1,599 = 3\,199$$

ACTIONNAIRES	SITUATION AVANT		AJUSTEMENT		SITUATION APRÈS			
	Nombre d'actions	Structure du capital	Nombre d'actions	Montants	Nombre d'actions	Structure du capital	Montants	Coût unitaire
Fondateurs	4 000	41,68 %			4 000	37,05 %	40 000,00 €	10,00 €
Investisseurs historiques	2 000	20,84 %	1 199	0,00€	3 199	29,63 %	2 000 000,00 €	625,20 €
Nouveaux investisseurs	3 598	37,49 %			3 598	33,32 %	1 499 874,60 €	416,86 €
Total	9 598	100,00 %			10 797	100,00 %	3 539 874,60 €	

• **Exercice de BSA Ratchet (weighted average)**

L'exercice de BSA ratchet va se traduire par l'émission de nouveaux titres, avec une différence par rapport au schéma précédent (conversion) liée au fait que les actions nouvelles à attribuer aux investisseurs historiques supposent le versement par ceux-ci d'un montant égal au nominal soit 10€ par action. Dans cet exemple, cela représente un montant modique (1.227 actions * 10€ = 12.270€), dont l'impact sur la valeur de la société a été négligé (pour une intégration de ce montant à la valorisation, voir l'exemple des BSA full ratchet au § 2.2 ci-dessus).

Le nombre d'actions à émettre pour chaque exercice de BSA au titre de l'average ratchet est défini par la formule générale suivante :

$$N = \frac{Nb_{actions}}{Nb_{bsa}} \times \frac{P_i - P_m}{P_m - P_n}$$

Où

N est le nombre total d'actions souscrites sur exercice d'un BSA

Nbactions est le nombre d'actions bénéficiant de l'average ratchet

Nbbsa est le nombre total de BSA rattachés aux actions bénéficiant de l'average ratchet

Pi est la valeur initiale de l'action souscrite par l'investisseur historique

Pm est le prix moyen pondéré, calculé comme indiqué ci-dessus

Pn est la valeur nominale de l'action

Généralement, un seul BSA est rattaché à une seule action, on a alors la formule générale simplifiée suivante :

$$N = \frac{P_i - P_m}{P_m - P_n}$$

L'exercice des BSA a un effet itératif, puisqu'en protégeant les investisseurs historiques, il dilue les nouveaux entrants, ce qui les amène à baisser leur prix d'entrée, et donc fait jouer à nouveau le mécanisme d'ajustement.

Les nouveaux investisseurs souhaitent neutraliser l'effet dilutif de l'exercice des BSA et maintenir la part de 33,33 % du capital qu'ils peuvent obtenir avec leur investissement de 1,5 M€. Ils vont donc proposer un prix par action de 415,16€ environ. La valorisation *post-money* de la société reste inchangée à 4,5 M€, de même que la part de capital du nouvel entrant. On vérifie que la multiplication du nombre total d'actions post-opérations par ce prix par action donne bien la valorisation *post-money* recherchée, soit 4,5 M€ (aux arrondis près).

Les investisseurs historiques exercent un nombre de BSA permettant de souscrire, au nominal, le nombre d'actions nécessaire pour obtenir un prix de revient moyen par action égal au prix moyen pondéré des 2 tours, le prix d'exercice des actions étant négligé.

Nombre d'actions à émettre par exercice des BSA : 1 227

$$P_m = ((1000 \times 2000) + (415,16 \times 3613)) / (2000 + 3613) = 623,55$$

$$N = (1000 - 415,16) / (623,55 - 10) = 0,6135 \quad \text{soit } 2000 \times 0,6135 = 1\,227$$

ACTIONNAIRES	SITUATION AVANT		AJUSTEMENT		SITUATION APRÈS			
	Nombre d'actions	Structure du capital	Nombre d'actions	Montants	Nombre d'actions	Structure du capital	Montants	Coût unitaire
Fondateurs	4 000	41,61 %			4 000	36,90 %	40 000,00 €	10,00 €
Investisseurs historiques	2 000	20,81 %	1 227	12 270,00€	3 227	29,77 %	2 012 270,00 €	623,57 €
Nouveaux investisseurs	3 613	37,58 %			3 613	33,33 %	1 499 973,08 €	415,16 €
Total	9 613	100,00 %			10 840	100,00 %	3 552 243,08 €	

2.4 Cas particulier : Pay to Play

En cas de clause de « Pay to Play » (voir la définition dans le Glossaire et la clause 7 de la lettre d'intention type), on applique pour la mise en jeu du ratchet un coefficient, qui correspond à la part effectivement exercée des droits dont un investisseur dispose pour participer à un nouveau tour de financement.

Ainsi, si un investisseur dispose de 10 % du capital mais ne participe à un nouveau tour qu'à hauteur de 5 %, le coefficient d'ajustement de prix sera de 50 %.

A titre d'exemple, dans le cas d'un ajustement de type *weighted average* réalisé par conversion d'actions (voir le schéma dans le § 2.3 ci-dessus), la formule devient :

$$C = 1 + \left(\frac{P_s}{P_m} - 1 \right) \times T$$

Où

T est le pourcentage représentant la quote-part des droits à souscrire exercés par l'investisseur au titre des augmentations de capital futures.

3 • SCHÉMAS DE RÉPARTITION DU PRIX DE CESSION

Dans le cas le plus commun, les actionnaires d'une société disposent tous des mêmes droits, proportionnellement au nombre d'actions qu'ils détiennent quand toutes ces actions sont de la même catégorie. Il n'est pas tenu compte du prix qu'ils ont payé pour souscrire ou acquérir leurs actions. Le gain final dépend de la différence entre le prix de revient et le prix offert pour leur actions.

Or les montages de capital-risque se caractérisent par des différences parfois considérables entre les prix de revient des actions, selon le type d'actionnaires et le moment de leur entrée au capital.

Dès lors, les risques sont inégalement répartis et les perspectives de gain sont très différentes, ce qui crée des désalignements d'intérêts pouvant être très fâcheux : dans certaines zones de valorisation de l'entreprise, proposées par un tiers acquéreur, certains seront assurés d'un gain alors que d'autres réaliseront une perte. Cela peut bloquer toutes les sorties envisageables, parfois au détriment de l'entreprise elle-même.

Les droits préférentiels fondés sur la répartition du prix de sortie sont dès lors une nécessité pour réaligner les intérêts et lisser les risques, en évitant la démotivation des acteurs n'ayant plus de perspective de gain. En considération des montants investis et de leur prix de souscription, les investisseurs en capital-risque négocient usuellement des protections sur leur investissement ou des mécanismes de conversion de leur prix d'entrée (voir p. 17 § 2.2). Ces droits particuliers attachés aux actions des investisseurs, de nature statutaire ou contractuelle (protocole ou pacte d'actionnaires), se traduisent *in fine* par le fait que la répartition du prix de cession de la société ne sera pas nécessairement proportionnelle à la répartition du capital⁽¹³⁾.

Ces mécanismes sont usuellement fondés sur des rangs de priorité de récupération du montant investi, les derniers entrés étant servis les premiers (« *last in first out* »). Ces mécanismes, tiennent compte des prix d'émission des différentes catégories d'actions, d'une manière plus ou moins adaptée (réserves, multiples, rattrapages). Il arrive que ces droits ne jouent que dans certaines zones de prix (plutôt basses) et soient neutralisés lorsque les prix comblent les attentes de tous.

(13) Pour une analyse juridique de ces clauses, v. K. Noël et O. Edwards, *Les clauses de liquidation préférentielle : contours d'une pratique*, Actes Pratiques & Ingénierie sociétaire, LexisNexis Juris-Classeur, Janvier-Février 2010 p. 42.

3.1 Méthodologie

- **Avertissement sur les schémas de répartition du prix de cession entre actionnaires**

Les schémas présentés ci-après décrivent la répartition du prix de cession des actions en conformité avec la table de capitalisation figurant ci-dessous :

EXEMPLE • TABLE DE CAPITALISATION

Exemple d'une société créée par des fondateurs ayant apporté 40 000 € (souscription de 4 000 actions ordinaires à 10 € par action). La société réalise une augmentation de capital de 2 M€ souscrite par 2 investisseurs sur la base d'une valorisation avant augmentation (*pre-money*) de 4 M€, soit un prix de 1 000 € par action pour les investisseurs. La société émet également un plan d'options en faveur des managers, sous forme de BSA, portant sur 5 % du capital pleinement dilué et donnant droit de souscription à des actions ordinaires, comme celles des fondateurs, moyennant un prix d'exercice de 1 000 € par action.

Actionnaires	Actions	%	Actions	Montants (€)	Actions	%	Actions	Montants (€)	Actions	%
Fondateur X	1 800	45,0 %			1 800	30,0 %			1 800	28,5 %
Fondateur Y	1 200	30,0 %			1 200	20,0 %			1 200	19,0 %
Fondateur Z	1 000	25,0 %			1 000	16,7 %			1 000	15,8 %
Sous-total Fondateurs	4 000	100,0 %			4 000	66,7 %			4 000	63,3 %
Investisseur A			1 000	1 000 000 €	1 000	16,7 %			1 000	15,8 %
Investisseur B			1 000	1 000 000 €	1 000	16,7 %			1 000	15,8 %
Sous-total Investisseurs			2 000	2 000 000 €	2 000	33,3 %			2 000	31,7 %
Plan BSA managers							316	316 000 €	316	5,0 %
TOTAL	4 000	100,0 %	2 000	2 000 000 €	6 000	100,0 %	316	316 000 €	6 316	100,0 %
Nominal par action				10 €				10 €		
Prime par action				990 €				990 €		
Prix par action				1 000 €				1 000 €		
Valeur	4 000 000 €				6 000 000 €				6 316 000 €	

NB - Les "BSA managers" sont ici utilisés à titre d'exemple ; dans la pratique, le support juridique des options consenties au management doit être adapté au cas par cas (BSPCE, actions gratuites, options d'achat sur actions existantes etc.).




Les exemples présentés considèrent plusieurs hypothèses relatives au statut des actions souscrites par les investisseurs et aux conditions de cession de l'entreprise (plus ou moins favorables).

Il ne s'agit là que d'un aperçu de différents schémas possibles, construits selon des principes facilement intelligibles.

Pour chacun des schémas, sont présentés, d'une part la répartition du prix dans le cas d'une cession de 100 % des actions pour une valeur de 10 M€, et d'autre part l'évolution de la répartition du prix en fonction de l'évolution de ce prix.

Pour en rendre la lecture plus aisée, les valeurs marquées en gras correspondent à des points d'inflexion dans l'évolution de la répartition du prix tels que : seuil d'exercice des BSA, seuil de déclenchement de la préférence, seuil de récupération du capital investi etc.

Les différentes couleurs illustrent la situation des investisseurs en terme de récupération des capitaux investis :

	non récupération du capital investi
	stricte récupération
	dégagement d'une plus-value de cession

- **Les différents schémas de répartition de prix présentés sont les suivants :**

1/ sans préférence

2/ avec préférence non cumulative (i.e. avec *catch-up*) simple

3/ avec préférence non cumulative (i.e. avec *catch-up*) avec multiple

4/ avec préférence non cumulative (i.e. avec *catch-up*) avec rendement

5/ avec préférence cumulative simple

6/ avec préférence cumulative (i.e. avec *double dip*) avec couloir sans préférence

7/ avec préférence cumulative (i.e. avec *double dip*) avec multiple

Pour l'ensemble des schémas avec préférence présentés, à l'exception du cas 6, une priorité de 1^{er} rang a été donnée au remboursement du nominal.

Ce mécanisme permet d'assurer une distribution minimale pour l'ensemble des actions, avant l'entrée en jeu de la préférence ; une alternative à ce schéma consiste à affecter un couloir dans le prix de cession pour assurer une distribution minimale à toutes les actions, hors préférence, comme dans le cas 6 (10 % du prix est d'abord réparti au prorata entre tous les actionnaires)

D'une façon générale, pour apprécier ces divers mécanismes, l'attention doit être attirée sur les effets de seuil ou de palier dans le jeu des clauses, qui rendent telle ou telle catégorie d'actionnaires insensible à la variation du prix de cession, à l'intérieur de certaines zones de prix, ce qui peut être préjudiciable à la solidarité des actionnaires dans le processus de cession. Il convient également d'éviter que la clause ait un effet léonin, c'est-à-dire qu'elle prive totalement un actionnaire du profit ou qu'elle attribue totalement ce profit à un actionnaire⁽¹⁴⁾.

(14) v. Avis et recommandations du Comité juridique de l'AFIC n° 2, décembre 2005

3.2 Répartition du prix de cession sans mécanisme de préférence

- Cession intégrale pour une valeur totale des actions, après exercice des BSA, de 10 M€

Valeur de cession 100 %	10 000,00 €
Prix moyen par action	1 583,28 €

ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS (€)	MONTANTS PERCUS (€)	%	PLUS-VALUE (€)
Fondateurs	4 000	63,3 %	40 000 €	6 333 122 €	63,3 %	6 293 122 €
Investisseurs	2 000	31,7 %	2 000 000 €	3 166 561 €	31,7 %	1 166 561 €
Managers	316	5,0 %	316 000 €	500 317 €	5,0 %	184 317 €
Total	6 316	100,0 %	2 356 000 €	10 000 000 €	100,0 %	7 644 000 €
MONTANT PAR NATURE D'ACTION						
Fondateurs	ordinaires		10,00 €	1 583,28 €		1 573,28 €
Investisseurs	ordinaires		1 000,00 €	1 583,28 €		583,28 €
Managers	ordinaires		1 000,00 €	1 583,28 €		583,28 €

Les BSA ne sont exercés que lorsque le prix par action post exercice des BSA est supérieur à :	1 000 €
ce qui correspond à une valeur de cession pour 100 % des actions égale à :	6 316 000 €

- Evolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Montants en M€

Valeur cession 100 %	1,0		3,0		6,0		6,3		10,0		15,0		20,0	
ACTIONNAIRES														
Fondateurs	0,7	67 %	2,0	67 %	4,0	67 %	4,0	63 %	6,3	63 %	9,5	63 %	12,7	63 %
Investisseurs	0,3	33 %	1,0	33 %	2,0	33 %	2,0	32 %	3,2	32 %	4,7	32 %	6,3	32 %
Managers							0,3	5 %	0,5	5 %	0,8	5 %	1,0	5 %
Total	1,0	100 %	3,0	100 %	6,0	100 %	6,3	100 %	10,0	100 %	15,0	100 %	20,0	100 %

➤ COMMENTAIRES

La répartition du prix de cession est toujours proportionnelle à la répartition des actions.

La dilution induite par l'exercice des BSA (de 5 % dans notre exemple) commence lorsque le prix de cession par action sur une base pleinement diluée (i.e. après exercice des BSA) est supérieur au prix d'exercice des BSA, ce qui correspond dans notre exemple à une valeur totale post dilution de 6,3 M€.

En toute rigueur, l'augmentation de capital résultant de l'exercice des BSA devrait être prise en compte dans la détermination du prix de cession. Sinon, il est plus avantageux pour l'ensemble des cédants de céder les BSA avant exercice, plutôt que de céder les actions issues de l'exercice des BSA ; dans ce cas, le prix de cession des BSA sera égal au prix de cession des actions (calculé sur une base pleinement diluée), diminué du prix d'exercice des BSA.

En l'absence de mécanisme de préférence, dans la zone de prix de cession comprise entre 0,06 et 6 M€, les Fondateurs enregistrent un gain en capital alors même que les Investisseurs sont encore en perte.

3.3 Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence non cumulative simple

- Cession intégrale pour une valeur totale des actions de 10 M€, avec préférence non cumulative simple et exercice des BSA

Valeur de cession 100 %	10 000,00 €					
Prix moyen par action	1 583,28 €					
ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS (€)	MONTANTS PERCUS (€)	%	PLUS-VALUE (€)
Fondateurs	4 000	63,3 %	40 000 €	6 333 122 €	63,3 %	6 293 122 €
Investisseurs	2 000	31,7 %	2 000 000 €	3 166 561 €	31,7 %	1 166 561 €
Managers	316	5,0 %	316 000 €	500 317 €	5,0 %	184 317 €
Total	6 316	100,0 %	2 356 000 €	10 000 000 €	100,0 %	7 644 000 €
MONTANT PAR NATURE D'ACTION						
Fondateurs	ordinaires		10,00 €	1 583,28 €		1 573,28 €
Investisseurs	préférentielles		1 000,00 €	1 583,28 €		583,28 €
Managers	ordinaires		1 000,00 €	1 583,28 €		583,28 €

La préférence simple s'exerce tant que les actions préférentielles, détenues par les investisseurs, n'ont pas récupéré le prix de souscription.

Le mécanisme de répartition de prix de cession est le suivant :

		<i>Cumul</i>
1/	tout d'abord, toutes les actions récupèrent au prorata le nominal, jusqu'à un total de :	63 160 €
2/	ensuite, les actions préférentielles récupèrent la prime d'émission, jusqu'à un total de :	1 980 000 €
3/	ensuite, les actions ordinaires rattrapent (<i>catch-up</i>) leur % dans le prix de vente, jusqu'à un total de :	4 272 840 €
4/	au-delà, la répartition du prix de cession se fait au prorata des actions	3 684 000 €
Les BSA ne sont exercés que lorsque le prix par action post exercice des BSA est supérieur à :		1 000 €
ce qui correspond à une valeur de cession pour 100 % des actions égale à :		6 316 000 €

- Evolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Valeur cession 100 %	Montants en M€															
	1,0		2,04		3,0		6,0		6,32		10,0		15,0		20,0	
ACTIONNAIRES																
Fondateurs	0,04	4,0 %	0,04	2,0 %	1,00	33,3 %	4,00	66,7 %	4,00	63 %	6,33	63 %	9,50	63 %	12,67	63 %
Investisseurs	0,96	96,0 %	2,00	98,0 %	2,00	66,7 %	2,00	33,3 %	2,00	32 %	3,17	32 %	4,75	32 %	6,33	32 %
Managers									0,32	5 %	0,50	5 %	0,75	5 %	1,00	5 %
Total	1,00	100 %	2,04	100 %	3,00	100 %	6,00	100 %	6,32	100 %	10,00	100 %	15,00	100 %	20,00	100 %

➤ COMMENTAIRES

La répartition du prix de cession est proportionnelle à la répartition des actions jusqu'à récupération du nominal, puis à partir du prix ayant permis aux actions prioritaires de récupérer la prime et aux autres actions de rattraper (*catch-up*) la distribution prioritaire.

Ce mécanisme de préférence non cumulative simple présente le défaut majeur pour l'investisseur que le prix de cession de sa participation reste inchangé entre une valeur de cession pour 100 % lui assurant le remboursement de ses actions (2,04 M€), et une valeur de cession permettant aux actions ordinaires de rattraper les actions de préférence (6,32 M€).

3.4 Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence non cumulative à multiple

- Cession intégrale pour une valeur totale des actions de 10 M€, avec préférence non cumulative à multiple 2 et exercice des BSA

Valeur de cession 100 %		10 000,00 €				
Prix moyen par action		1 583,28 €				
ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS (€)	MONTANTS PERCUS (€)	%	PLUS-VALUE (€)
Fondateurs	4 000	63,3 %	40 000 €	5 560 704 €	55,6 %	5 520 704 €
Investisseurs	2 000	31,7 %	2 000 000 €	4 000 000 €	40,0 %	2 000 000 €
Managers	316	5,0 %	316 000 €	439 296 €	4,4 %	123 296 €
Total	6 316	100,0 %	2 356 000 €	10 000 000 €	100,0 %	7 644 000 €
MONTANT PAR NATURE D'ACTION						
Fondateurs	ordinaires		10 €	1 390 €		1 380 €
Investisseurs	préférentielles		1 000 €	2 000 €		1 000 €
Managers	ordinaires		1 000 €	1 390 €		390 €

Multiple sur actions de préférence : 2

La préférence s'exerce tant que les actions préférentielles, détenues pas les investisseurs, n'ont pas récupéré le prix de souscription x 2.

Le mécanisme de répartition de prix de cession est le suivant :

	Cumul
1/ tout d'abord, toutes les actions récupèrent au prorata le nominal, jusqu'à un total de :	63 160 € / 63 160 €
2/ ensuite, les actions préférentielles récupèrent 2 fois le prix souscrit, moins le nominal, soit un total de :	3 980 000 € / 4 043 160 €
3/ ensuite, les actions non préférentielles rattrapent (<i>catch-up</i>) leur % dans le prix de vente, jusqu'à :	5 956 840 € / 10 000 000 €
Les BSA ne sont exercés que lorsque le prix de cession par action devient supérieur au prix d'exercice (1 000 €), compte tenu du mécanisme de préférence, ce qui correspond à une valeur de cession pour 100 % des actions après dilution de :	8 316 000 €
NB - le rattrapage des actions préférentielles par les actions ordinaires est atteint à une valorisation (cumul) de :	12 632 000 €

Au-delà, la répartition du prix de cession se fait au prorata des actions.

- Evolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Montants en M€

Valeur cession 100 %	1,0	2,04	4,04	8,32	10,0	12,63	15,0	20,0
ACTIONNAIRES								
Fondateurs	0,04 4,0 %	0,04 2,0 %	0,04 1,0 %	4,00 48 %	5,56 56 %	8,00 63 %	9,50 63 %	12,67 63 %
Investisseurs	0,96 96,0 %	2,00 98,0 %	4,00 99,0 %	4,00 48 %	4,00 40 %	4,00 32 %	4,75 32 %	6,33 32 %
Managers				0,32 4 %	0,44 4 %	0,63 5 %	0,75 5 %	1,00 5 %
Total	1,00 100 %	2,04 100 %	4,04 100 %	8,32 100 %	10,00 100 %	12,63 100 %	15,00 100 %	20,00 100 %

➤ COMMENTAIRES

La répartition du prix de cession est proportionnelle à la répartition des actions jusqu'à récupération du nominal, puis à partir du prix ayant permis aux actions prioritaires de récupérer leur prix de souscription multiplié par 2 et aux autres actions de rattraper (*catch-up*) la distribution prioritaire.

Ce mécanisme de préférence non cumulative à multiple présente le défaut majeur pour l'investisseur que le prix de cession de sa participation reste inchangé entre une valeur de cession pour 100 % lui assurant la récupération de son investissement x 2 (4,04 M€), et une valeur de cession permettant aux actions ordinaires de rattraper les actions de préférence (12,63 M€).

3.5 Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence non cumulative à rendement

- Cession intégrale pour une valeur totale des actions de 10 M€, avec préférence non cumulative à rendement et exercice des BSA

Valeur de cession 100 %		10 000,00 €				
Prix moyen par action		1 583,28 €				
ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS (€)	MONTANTS PERCUS (€)	%	PLUS-VALUE (€)
Fondateurs	4 000	63,3 %	40 000 €	6 333 122 €	63,3 %	6 293 122 €
Investisseurs	2 000	31,7 %	2 000 000 €	3 166 561 €	31,7 %	1 166 561 €
Managers	316	5,0 %	316 000 €	500 317 €	5,0 %	184 317 €
Total	6 316	100,0 %	2 356 000 €	10 000 000 €	100,0 %	7 644 000 €
MONTANT PAR NATURE D'ACTION						
Fondateurs	ordinaires		10,00 €	1 583,28 €		1 573,28 €
Investisseurs	préférentielles		1 000,00 €	1 583,28 €		583,28 €
Managers	ordinaires		1 000,00 €	1 583,28 €		583,28 €

Le taux de **Rendement** actuariel prioritaire sur les actions de préférence est de 15 % l'an. On suppose une cession à 3 ans de la date de souscription des actions de préférence

TAUX ACTUARIEL	PÉRIODE (ANS)	MULTIPLE
15 %	3	1,52

La préférence s'exerce tant que les actions préférentielles, détenues par les investisseurs, n'ont pas récupéré le prix de souscription actualisé.

Le mécanisme de répartition de prix de cession est le suivant :

		<i>Cumul</i>
1/	tout d'abord, toutes les actions récupèrent au prorata le nominal, jusqu'à un total de :	63 160 €
2/	ensuite, les actions préférentielles récupèrent le prix souscrit actualisé, moins le nominal, soit un total de :	3 021 750 €
3/	ensuite, les actions ordinaires rattrapent (<i>catch-up</i>) leur % dans le prix de vente, soit un total de :	6 520 937 €
4/	au-delà, la répartition du prix de cession se fait au prorata des actions	394 154 €
		10 000 000 €

Les BSA ne sont exercés que lorsque le prix de cession par action devient supérieur au prix d'exercice (1 000 €), compte tenu du mécanisme de préférence,

ce qui correspond à une valeur de cession pour 100 % des actions après dilution de : **7 357 750 €**

- Evolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Montants en M€

Valeur cession 100 %	1,0	2,04	3,08	7,36	9,61	10,0	15,0	20,0
ACTIONNAIRES								
Fondateurs	0,04 4,0 %	0,04 2,0 %	0,04 1,3 %	4,00 54 %	6,08 63 %	6,33 63 %	9,50 63 %	12,67 63 %
Investisseurs	0,96 96,0 %	2,00 98,0 %	3,04 98,7 %	3,04 41 %	3,04 32 %	3,17 32 %	4,75 32 %	6,33 32 %
Managers				0,37 5 %	0,48 5 %	0,50 5 %	0,75 5 %	1,00 5 %
Total	1,00 100 %	2,04 100 %	3,08 100 %	7,41 100 %	9,61 100 %	10,00 100 %	15,00 100 %	20,00 100 %

➤ COMMENTAIRES

La répartition du prix de cession est proportionnelle à la répartition des actions jusqu'à récupération du nominal, puis à partir du prix ayant permis aux actions prioritaires de récupérer leur prix de souscription actualisé et aux autres actions de rattraper (*catch-up*) la distribution prioritaire.

Ce mécanisme de préférence non cumulative à rendement présente le défaut majeur pour l'investisseur que le prix de cession de sa participation reste inchangé entre une valeur de cession pour 100 % lui assurant la récupération de son investissement actualisé (3,08 M€), et une valeur de cession permettant aux actions ordinaires de rattraper les actions de préférence (9,61 M€).

3.6 Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence cumulative simple

- Cession intégrale pour une valeur totale des actions de 10 M€, avec préférence cumulative simple et exercice des BSA

Valeur de cession 100 %		10 000,00 €				
Prix moyen par action		1 583,28 €				
ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS (€)	MONTANTS PERCUS (€)	%	PLUS-VALUE (€)
Fondateurs	4 000	63,3 %	40 000 €	5 079 164 €	50,8 %	5 039 164 €
Investisseurs	2 000	31,7 %	2 000 000 €	4 519 582 €	45,2 %	2 519 582 €
Managers	316	5,0 %	316 000 €	401 254 €	4,0 %	85 254 €
Total	6 316	100,0 %	2 356 000 €	10 000 000 €	100,0 %	7 644 000 €
MONTANT PAR NATURE D'ACTION						
Fondateurs	ordinaires		10,00 €	1 269,79 €		1 259,79 €
Investisseurs	préférentielles		1 000,00 €	2 259,79 €		1 259,79 €
Managers	ordinaires		1 000,00 €	1 269,79 €		269,79 €

Au-delà du nominal, la préférence cumulative sert en premier lieu les actions préférentielles, puis toutes les actions, y compris les actions de préférence. Les actions préférentielles sont donc servies 2 fois, d'abord au titre de la préférence, puis au prorata de l'ensemble des actions (*double dip*).

Le mécanisme de répartition de prix de cession est le suivant :

		<i>Cumul</i>
1/	tout d'abord, toutes les actions récupèrent au prorata le nominal, jusqu'à un total de :	63 160 € 63 160 €
2/	ensuite, les actions préférentielles récupèrent la prime d'émission, jusqu'à un total de :	1 980 000 € 2 043 160 €
3/	au-delà, la répartition du prix de cession se fait au prorata des actions :	7 956 840 € 10 000 000 €
Les BSA ne sont exercés que lorsque le prix de cession par action devient supérieur au prix d'exercice (1 000 €), compte tenu du mécanisme de préférence,		
ce qui correspond à une valeur de cession pour 100 % des actions après dilution de :		8 296 000 €

- Evolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Montants en M€

Valeur cession 100 %	1,0	2,04	3,0	6,0	8,30	10,0	15,0	20,0
ACTIONNAIRES								
Fondateurs	0,04 4,0 %	0,04 2,0 %	0,68 22,7 %	2,68 45 %	4,00 48 %	5,08 51 %	8,25 55 %	11,41 57 %
Investisseurs	0,96 96,0 %	2,00 98,0 %	2,32 77,3 %	3,32 55 %	3,98 48 %	4,52 45 %	6,10 41 %	7,69 38 %
Managers					0,32 4 %	0,40 4 %	0,65 4 %	0,90 5 %
Total	1,00 100 %	2,04 100 %	3,00 100 %	6,00 100 %	8,30 100 %	10,00 100 %	15,00 100 %	20,00 100 %

➤ COMMENTAIRES

Dans le mécanisme de préférence cumulative, la préférence n'est jamais rattrapée par les actions ordinaires (pas de *catch-up*).

Les actions préférentielles sont servies 2 fois (*double dip*) : d'abord prioritairement au titre de la préférence, puis au prorata de l'ensemble des actions. Ce mécanisme assure aux investisseurs une priorité pour la récupération du capital investi, qui reste acquise au détriment des actions ordinaires.

Lorsque le prix de cession de la société augmente, la répartition du prix entre les actionnaires tend vers le prorata des actions, sans jamais l'atteindre, compte-tenu de la préférence qui reste acquise aux investisseurs.

3.7 Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence cumulative simple à couloir

- Cession intégrale pour une valeur totale des actions de 10 M€, avec préférence cumulative simple à couloir et exercice des BSA

Valeur de cession 100 %	10 000,00 €
Prix moyen par action	1 583,28 €

ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS (€)	MONTANTS PERCUS (€)	%	PLUS-VALUE (€)
Fondateurs	4 000	63,3 %	40 000 €	5 267 040 €	52,7 %	5 227 040 €
Investisseurs	2 000	31,7 %	2 000 000 €	4 316 864 €	43,2 %	2 316 864 €
Managers	316	5,0 %	316 000 €	416 096 €	4,2 %	100 096 €
Total	6 316	100,0 %	2 356 000 €	10 000 000 €	100,0 %	7 644 000 €
MONTANT PAR NATURE D'ACTION						
Fondateurs	ordinaires		10,00 €	1 316,76 €		1 316,76 €
Investisseurs	préférentielles		1 000,00 €	2 158,43 €		1 158,43 €
Managers	ordinaires		1 000,00 €	1 316,76 €		316,76 €

La préférence cumulative rembourse en priorité les actions préférentielles, puis sert toutes les actions, y compris les actions de préférence. Les actions préférentielles sont donc servies 2 fois, d'abord au titre de la préférence, puis au prorata de l'ensemble des actions (*double dip*).

Un couloir est réservé dans le prix de vente pour assurer une distribution au 1^{er} Euro pour l'ensemble des actions, à hauteur de 10 %

Le mécanisme de répartition de prix de cession est le suivant :

		Cumul
1/ toutes les actions sont servies au prorata sur 10 % du prix de vente :	1 000 000 €	1 000 000 €
2/ les actions préférentielles récupèrent en priorité le complément du montant investi sur 90 % du prix de vente :	1 683 344 €	2 683 344 €
3/ au-delà, la répartition des 90 % du prix de cession se fait au prorata des actions :	7 316 656 €	10 000 000 €

Les BSA ne sont exercés que lorsque le prix de cession par action devient supérieur au prix d'exercice (1 000 €), compte tenu du mécanisme de préférence,

ce qui correspond à une valeur de cession pour 100 % des actions après dilution de : 8 731 009 €

- Evolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Valeur cession 100 %	1,0	2,14	3,0	6,0	8,73	10,0	15,0	20,0
ACTIONNAIRES								
Fondateurs	0,07 6,7 %	0,14 6,7 %	0,71 23,8 %	2,71 45 %	4,46 51 %	5,27 53 %	8,43 56 %	11,60 58 %
Investisseurs	0,93 93,3 %	2,00 93,3 %	2,29 76,2 %	3,29 55 %	3,92 45 %	4,32 43 %	5,90 39 %	7,48 37 %
Managers					0,35 4 %	0,42 4 %	0,67 4 %	0,92 5 %
Total	1,00 100 %	2,14 100 %	3,00 100 %	6,00 100 %	8,73 100 %	10,00 100 %	15,00 100 %	20,00 100 %

➤ COMMENTAIRES

Dans le mécanisme de préférence cumulative, la préférence n'est jamais rattrapée par les actions ordinaires (pas de *catch-up*). Les actions préférentielles sont servies 2 fois (*double dip*) : d'abord prioritairement au titre de la préférence, puis au prorata de l'ensemble des actions. Ce mécanisme assure aux investisseurs une priorité pour la récupération du capital investi, qui reste acquise au détriment des actions ordinaires. Toutefois, un couloir de 10 % du prix de vente est ici réservé pour assurer une distribution au 1^{er} Euro pour l'ensemble des actions, y compris sur la préférence.

Lorsque le prix de cession de la société augmente, la répartition du prix entre les actionnaires tend vers le prorata des actions, sans jamais l'atteindre, compte-tenu de la préférence qui reste acquise aux investisseurs.

3.8 Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence cumulative à multiple

- Cession intégrale pour une valeur totale des actions de 10 M€, avec préférence cumulative à multiple 2

Valeur de cession 100 %		10 000,00 €				
Prix moyen par action		1 666,67 €				
ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS (€)	MONTANTS PERCUS (€)	%	PLUS-VALUE (€)
Fondateurs	4 000	66,7 %	40 000 €	4 013 333 €	40,1 %	3 973 333 €
Investisseurs	2 000	33,3 %	2 000 000 €	5 986 667 €	59,9 %	3 986 667 €
Managers				10 000 000 €		
Total	6 000	100,0 %	2 040 000 €		100,0 %	7 960 000 €
MONTANT PAR NATURE D'ACTION				1 003,33 €		
Fondateurs	ordinaires		10,00 €	2 993,33 €		993,33 €
Investisseurs	préférentielles		1 000,00 €			1 993,33 €
Managers	ordinaires					

Multiple sur actions de préférence : 2

La préférence cumulative sert en premier lieu les actions préférentielles, avec multiple, puis l'ensemble des actions.

Le mécanisme de répartition de prix de cession est le suivant :

		Cumul
1/	tout d'abord, toutes les actions récupèrent au prorata le nominal, jusqu'à un total de :	60 000 € / 60 000 €
2/	ensuite, les actions préférentielles récupèrent 2 fois le montant investi, moins le nominal :	3 980 000 € / 4 040 000 €
3/	au-delà, la répartition du prix de cession se fait au prorata des actions :	5 960 000 € / 10 000 000 €

Les BSA ne sont exercés que lorsque le prix de cession par action devient supérieur au prix d'exercice (1 000€), compte tenu du mécanisme de préférence,

ce qui correspond à une valeur de cession pour 100 % des actions après dilution de : 10 296 000 €

Ce prix étant supérieur au prix de cession retenu dans l'exemple, les BSA ne sont pas exercés.

- Evolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Valeur cession 100 %	1,0	2,04	3,0	6,0	10,0	10,30	15,0	20,0
ACTIONNAIRES								
Fondateurs	0,04 4,0 %	0,04 2,0 %	0,04 1,3 %	1,35 22 %	4,01 40 %	4,00 39 %	6,98 47 %	10,15 51 %
Investisseurs	0,96 96,0 %	2,00 98,0 %	2,96 98,7 %	4,65 78 %	5,99 60 %	5,98 58 %	7,47 50 %	9,05 45 %
Managers						0,32 3 %	0,55 4 %	0,80 4 %
Total	1,00 100 %	2,04 100 %	3,00 100 %	6,00 100 %	10,00 100 %	10,30 100 %	15,00 100 %	20,00 100 %

➤ COMMENTAIRES

Dans le mécanisme de préférence cumulative, la préférence n'est jamais rattrapée par les actions ordinaires (pas de *catch-up*). Les actions préférentielles sont servies 2 fois (*double dip*) : d'abord prioritairement au titre de la préférence, puis au prorata de l'ensemble des actions.

Dans le mécanisme de préférence avec multiple, les investisseurs reçoivent en priorité la récupération du capital investi multiplié par un facteur (ici 2), qui reste acquise au détriment des actions ordinaires.

Lorsque le prix de cession de la société augmente, la répartition du prix entre les actionnaires tend vers le prorata des actions, sans jamais l'atteindre, compte-tenu de la préférence qui reste acquise aux investisseurs.



LA SORTIE DE L'INVESTISSEUR

Quand la sortie se profile, tous les enjeux de la prise de participation sont proches de leur dénouement. C'est le moment où les actionnaires peuvent trouver la récompense de leur investissement. Mais il faut faire les bons choix, et ce peut être aussi un temps de tension et de difficultés qu'il faut pouvoir surmonter.

L'accompagnement de l'entreprise par l'investisseur financier ne peut durer toujours. L'investisseur engage des liquidités et, le plus souvent gère des structures financières qui, par la loi ou par contrat, lui ont été confiés pour une durée limitée. Il doit donc à terme retourner le produit de ses investissements à ses propres investisseurs privés ou institutionnels. Tout ceci l'oblige à prévoir dès le début les moyens de réussir sa sortie du capital des entreprises dans lesquelles il investit. Son intention est clairement affichée au moment de l'investissement initial. Quant aux dirigeants des entreprises, ils ont parfois du mal à bien intégrer cette finalité. Il importe donc de clarifier les intentions et de planifier les étapes dès le départ, puis de gérer en bonne intelligence les opportunités, pour parvenir à une bonne sortie avec des dirigeants actifs et motivés.

Il est donc hautement recommandé d'aborder ce sujet dès la négociation des termes de l'investissement, afin de :

- préciser le caractère temporaire de l'investissement,
- mettre en place les clauses appropriées dans le pacte d'actionnaires,
- ajuster les perspectives de sortie des autres actionnaires (et des managers et salariés dans le cadre des plans d'intéressement) en fonction des différentes hypothèses de sortie.

Il existe plusieurs types de sortie pour les investisseurs financiers, qui ont des modalités et des conséquences très différentes :

- **la cotation sur un marché de titres**, autrement appelée introduction en bourse (ou IPO pour *initial public offering*) (§ 1)
C'est la plus prestigieuse des sorties, qui représente 10 % des cas de sortie en 2008⁽¹⁵⁾. L'entreprise s'introduit en bourse, ce qui permet une liquidité de tout ou partie du capital tout en offrant une visibilité et une notoriété importante de l'entreprise, qui conserve son autonomie ;
- **la cession industrielle** ou « *trade sale* » (§ 2),
C'est la sortie la plus fréquente, avec 40 % des cas de sortie en 2008. L'entreprise s'adosse à un acteur industriel, qui rachète en totalité ou partiellement la participation des actionnaires ;
- **le reclassement de participation** (§ 3)
C'est la configuration la moins connue, mais qui représente 32 % des sorties en 2008. Les actionnaires financiers vendent tout ou partie de leurs titres à d'autres investisseurs (cession secondaire) ou au management, ou encore se font rembourser par l'entreprise (cas des investissements en obligations, en avances d'actionnaires ou en actions rachetables).

Chacun de ces cas est présenté dans une section spécifique. Les thèmes suivants sont abordés :

- stratégies de sortie,
- rôle des actionnaires et des dirigeants à l'occasion d'une sortie (IPO, cession, secondaire),
- choix des conseils (conseils financiers, avocats, auditeurs) et organisation des relations avec eux,
- maîtrise du processus et du calendrier,
- encadrement des différents scénarios prévisibles par les accords d'actionnaires (statuts et pactes)
- structure et contenu des accords de cession,
- suivi des opérations après le closing.

(15) Les pourcentages sont issus des statistiques de l'EVCA (*Divestment by exit route in 2008, Venture Capital*). Les cas non cités ci-dessus (perte de l'investissement, sorties diverses) représentent 18 % de l'ensemble.

On doit rappeler qu'un processus de sortie n'est jamais assuré d'aller à son terme au moment de son lancement. D'une part, l'adéquation de l'entreprise et la valorisation attendue devront être validés au cours des phases de présentation à des acquéreurs ou de marketing auprès des acteurs des marchés boursiers. D'autre part, les positionnements des acquéreurs potentiels ou les événements de marché, extérieurs à la société, peuvent conduire à arrêter le processus avant son terme.

Ces conseils et recommandations s'adressent aussi bien aux dirigeants qu'aux actionnaires, et notamment aux représentants des investisseurs, ainsi qu'à leurs conseils. En la matière, le professionnalisme de tous les intervenants est indispensable.

1 • INTRODUCTION EN BOURSE ⁽¹⁶⁾

Il existe un lien entre le capital investissement et l'accès aux marchés financiers : près des deux tiers des introductions en bourse sur Euronext et Alternext en France concernaient des sociétés soutenues minoritairement ou majoritairement par des fonds d'investissement, actifs pour l'essentiel dans le capital-risque et le capital développement.

Le recours aux marchés financiers est donc une perspective naturelle pour les entreprises qui ont un ou plusieurs investisseurs dans leur capital.

La présence d'un fonds de capital investissement permet en amont d'une introduction de préparer la société au mode d'information des actionnaires et à la mise en place d'un système de gouvernance proches de ceux exigés par les investisseurs des marchés financiers.

L'introduction en bourse doit être considérée par les dirigeants et les actionnaires comme un nouveau point de départ pour la société. Une stratégie post introduction doit être définie et coordonnée entre les managers et les actionnaires de la société. Il est important de comprendre que l'introduction laisse ouvert l'éventail des possibilités : cession industrielle, refinancements de la société par appel au marché, vente et reclassements de participations au fil de l'eau ou par blocs ...

La cotation va exprimer la « vraie » valeur de l'entreprise, au sens où le jeu de marché permet d'extérioriser à l'introduction et par la suite un reflet de la valeur ou *fair value*, ce qui ne veut pas dire que le marché a toujours raison, cet aspect devant cependant être pondéré par la liquidité et la volatilité propres à certains marchés ou valeurs.

1.1 Introduction en bourse : les objectifs

• Pour l'entreprise

L'entreprise qui s'introduit en bourse a les objectifs suivants :

- se donner les moyens de financement de la croissance de la société, au moment de l'introduction en bourse et tout au long de son parcours boursier, en accédant à un large choix / potentiel d'investisseurs, et à une multiplicité de produits financiers (actions, obligations, obligations convertibles ou remboursables en actions, composées, assorties de bons de souscription...),
- se donner les moyens d'assurer la croissance externe de la société, notamment grâce à la possibilité de paiement partiel ou total en titres,
- accroître la notoriété et la crédibilité de l'entreprise en France et à l'international vis-à-vis des clients, fournisseurs, salariés et actionnaires potentiels, en positionnant l'entreprise auprès de ses comparables (*peer group*) domestiques et étrangers,
- accéder à la liquidité pour faciliter l'évolution de l'actionnariat et répondre aux souhaits des actionnaires et à ceux de l'entreprise,
- attirer les talents et motiver les salariés par le développement de modes d'intéressement liquides (stock options, attributions gratuites d'actions, BSA) généralement corrélés au cours de bourse.

(16) Cette partie a été rédigée en liaison avec Euronext Paris et avec le concours très actif de Stéphane Laskart et de François Houssin (Euronext Paris), que l'AFIC remercie tout particulièrement pour leur contribution et leur participation au groupe de travail Bonnes Pratiques de la Commission Venture.

- **Pour les actionnaires**

- Pour les actionnaires financiers, l'accès aux marchés financiers permet de redéfinir leurs objectifs à l'égard de leur participation :
 - ▶ au moment de l'introduction, cession partielle ou totale ou au contraire réinvestissement ;
 - ▶ au cours des mois ou des années à venir, conservation de tout ou partie de la ligne en vue de tirer bénéfice de l'évolution du cours ;
 - ▶ la question de la participation au conseil d'administration ou de surveillance est traitée au paragraphe 1.4.
- Un actif coté en bourse est accessible à de nouveaux investisseurs potentiels : gestion institutionnelle traditionnelle, investisseur privé de type Family Office, Hedge Funds, particuliers, industriels, fonds de capital investissement (*Private Investment in Public Equity* ou PIPE).
- Pour les actionnaires dirigeants, l'introduction en bourse est très souvent perçue comme une nouvelle étape dans une vie professionnelle. Sur un plan patrimonial, elle marque également une étape importante et est l'occasion de réfléchir à l'évolution du patrimoine professionnel, qui peut se traduire par un renforcement du contrôle, une cession partielle (*cash-out*) immédiatement ou à terme, des donations de titres démembrés ou non, l'établissement d'un pacte de conservation Dutreil, etc. Le dirigeant a ainsi la possibilité de réfléchir à la diversification de son patrimoine.
- Pour les salariés de l'entreprise, il s'agit d'une étape importante dans le développement de l'entreprise renforçant sa notoriété et sa crédibilité. C'est aussi l'occasion d'une plus grande visibilité sur sa stratégie.
- Pour ceux des salariés qui bénéficient de mécanismes d'intéressement au capital, l'introduction en bourse permet de mesurer les progrès de la valeur de l'intéressement, puis le moment venu de l'exercer et de bénéficier de la liquidité des actions cotées.

1.2 Conditions d'accès aux marchés : Alternext et Euronext

Les entreprises peuvent inscrire leurs titres à la cotation sur différents marchés. Les principaux en France sont Euronext et Alternext, qui sont présentés ci-dessous et qui sont tous les deux gérés par NYSE Euronext Paris (www.euronext.com), et contrôlés par l'Autorité des Marchés Financiers ou AMF (www.amf-france.org).

Il existe d'autres marchés. On peut mentionner notamment le Marché Libre, également géré par Euronext Paris avec des règles plus souples mais qui n'assure aux actionnaires ni les mêmes garanties, ni les mêmes conditions de liquidité de leur participation.

- **Alternext : conditions d'accès simplifiées**

Alternext est un marché dit « régulé », adapté aux besoins des petites et moyennes entreprises, quel que soit leur secteur d'activité, qui sont à la recherche de sources de financement par le marché boursier avec des conditions d'accès à la cote simplifiées et des obligations règlementaires moins contraignantes et donc moins coûteuses pendant la vie de la société.

Alternext est une alternative intéressante pour les PME car la liquidité n'est pas forcément moindre que sur le compartiment C d'Euronext, notamment parce que les restrictions qui empêchaient certains OPCVM d'acquérir des titres sur Alternext ont été levées.



A titre informatif, le chiffre d'affaires 2010 estimé* des sociétés cotées sur Alternext est de 55 millions d'euros (médian 29 millions d'euros). A noter qu'une société pour être cotée sur Alternext doit réaliser au minimum 5 millions d'euros de chiffre d'affaires (critère valable pour tous les secteurs d'activités hors secteur des biotechnologies).

La capitalisation boursière moyenne est de 34 millions d'euros (médiane 24 millions d'euros) (au 31 décembre 2009).

*** estimation réalisée sur la base d'analyses financières réalisées sur près de 60 % des sociétés cotées sur Alternext.**

Alternext offre deux principaux modes d'accès simplifiés : une cotation par Offre Publique ainsi qu'une cotation à la suite d'un Placement Privé.

L'Offre Publique s'adresse aux sociétés souhaitant offrir leurs titres au public (« faire appel public à l'épargne »), qui doivent :

- disposer d'un flottant minimum de 2,5 millions d'euros,
- produire, lors de l'introduction, un prospectus d'offre publique visé par l'AMF.

Le Placement Privé s'adresse aux sociétés ayant réalisé une ou plusieurs levées de fonds auprès de fonds d'investissement dans les deux années précédentes. L'entreprise doit alors :

- justifier d'un montant de placement privé préalable à l'introduction d'au moins 5 millions d'euros réalisé dans les deux années précédentes répartis entre un nombre suffisant d'investisseurs,⁽¹⁷⁾
- fournir lors de l'introduction un document d'information dit *Offering Circular* ou prospectus (non visé par le régulateur), rédigé sous la responsabilité d'un Listing Sponsor (voir ci-dessous) et de la société.

Le Placement Privé se positionne à l'intersection des modes de financement privé, en provenance des fonds d'investissement, et des marchés financiers. Il permet à une société venant de réaliser une levée de fonds de s'introduire sur un marché, lui donnant la perspective d'y couvrir de futurs besoins de financement, et au fonds d'accroître la liquidité de sa participation, sachant que cette liquidité restera toutefois à développer dans une phase postérieure au placement privé.

EXEMPLE D'UN PARCOURS RÉUSSI : SIDETRADE

Sidetrade a été fondée en 2000 par Olivier Novasque et Jean-François Imparato avec dès sa création le concours de trois investisseurs en capital-risque : Access2Net, Appolo Invest et Assya Capital (ex-Compagnie Financière de Deauville) qui ont apporté 1M€ pour 30 % du capital.

Ces mêmes investisseurs ont accompagné les besoins de financement de Sidetrade en souscrivant à une deuxième augmentation de capital d'un montant de 1M€ en 2002.

Ces montants ont servi pour le premier à finaliser la mise au point de la plateforme électronique de désintermédiation de services financiers, pour le deuxième à développer la plate-forme logicielle Sidetrade Network en mode SaaS dédiée à la gestion financière de la relation client. En 2005, la société a décidé de s'introduire en bourse sur Alternext en faisant une nouvelle augmentation de capital de 4,5 M€ représentant 28 % du capital réservée à de nouveaux investisseurs qualifiés par un placement privé simultanément à la cotation.

La société prévoyait de réaliser pour son exercice 2005 un chiffre d'affaires de 5,8M€. Les fonds collectés devaient être utilisés pour structurer l'équipe commerciale, développer la potentialité de la plateforme Sidetrade Network et être prêt à saisir d'éventuelles opportunités de croissance externe dans des cibles ayant des activités proches de celles du métier de base de Sidetrade.

XAnge Capital, LC Capital, CIC Capital Privé notamment sont entrés au capital à cette occasion. Aucun investisseur des deux premiers tours n'a vendu de titres au moment de cette introduction sur Alternext.

Simultanément, l'un des co-fondateurs a pu céder l'essentiel de sa participation et ultérieurement un des fonds entrés lors du placement privé a cédé l'intégralité de sa ligne. Progressivement, la liquidité du titre s'est organisée et Sidetrade est passée d'une cotation au fixing à une cotation en continue. On notera lors de son passage en cotation en continue, le cours de bourse de la société a progressé de plus de 60 % en trois ans et demi.

XAnge Capital qui avait été le principal investisseur du placement privé est entré au Conseil d'Administration en 2007 où il a rejoint le fondateur et les représentants des deux fonds présents au capital depuis la création.

Cet exemple illustre bien l'intérêt d'une introduction en bourse pour une jeune société innovante qui peut y trouver des ressources pour financer son développement, de la liquidité pour ceux des actionnaires historiques qui le souhaitent tout en pérennisant le management opérationnel de l'entreprise entre les mains de son dirigeant.

(17) A noter : le seuil du placement privé pourrait être amené à évoluer au cours de l'année 2010

Quel que soit le mode d'introduction retenu sur Alternext, la société doit choisir un Listing Sponsor. Véritable partenaire financier de l'entreprise dans le long terme, le Listing Sponsor intervient aux côtés de l'entreprise pour l'accompagner dans la préparation de sa cotation sur Alternext et l'assister durant son parcours boursier. Sa présence est obligatoire pour toute société cotée sur ce marché. Il contribue au respect par l'entreprise de ses engagements de transparence à l'égard du marché et l'accompagne dans la mise en œuvre de ses obligations. L'action du listing sponsor est de nature à renforcer la confiance des investisseurs.

• Euronext

Euronext, marché réglementé au sens des Directives européennes, offre également deux modes d'introduction en bourse, l'Offre Publique ainsi que l'admission par cotation directe ou placement privé sur le Compartiment Professionnel (cette dernière possibilité n'étant pas présentée dans ce Guide).

L'Offre Publique sur Euronext s'adresse à des grandes et moyennes entreprises devant :

- déposer au minimum trois années de comptes certifiés en norme comptable IFRS,
- diffuser 25 % de titres dans le public ou 5 % minimum de capital (représentant au moins 5.000.000€),
- produire un prospectus d'introduction en bourse, visé par le régulateur



A titre informatif, la capitalisation boursière moyenne sur Euronext s'établit comme suit au 31 décembre 2009 :
Compartiment C : 58 millions d'euros,
Compartiment B : 558 millions d'euros
Compartiment A : 10,9 milliards d'euros.

• Caractéristiques détaillées des marchés

	EURONEXT	ALTERNEXT		MARCHÉ LIBRE
Nature du marché	Réglementé	Régulé		Organisé
Profil des entreprises	Grandes et moyennes entreprises	PME & PMI		Petites entreprises
Historique de comptes	<ul style="list-style-type: none"> • 3 années de comptes certifiés • Derniers comptes semestriels certifiés, si admission plus de 9 mois après clôture 	<ul style="list-style-type: none"> • 2 années de comptes au minimum • Dernier exercice certifié & comptes intermédiaires, si admission plus de 9 mois après clôture 		<ul style="list-style-type: none"> • 2 ans si l'ancienneté de la société le permet
Normes Comptables	IFRS obligatoires	Françaises (IFRS pas obligatoires)		Françaises
Nature de l'opération d'introduction	Offre Publique (augmentation de capital et/ou cession)	Offre Publique	Placement Privé Placement au minimum de 5M€ auprès d'au moins 5 investisseurs privés au cours des 2 années précédant la cotation	Placement Privé ou Offre Publique
Diffusion minimum de titres dans le public	25 % de titre dans le public ou 5 % minimum du capital représentant au moins 5M€	Offre Publique minimum 2,5M€	Pas de diffusion	Pas de % minimum
Document à rédiger	Prospectus	Prospectus	Offering Circular	Prospectus si Offre Publique sinon pas d'obligation
Visa AMF	Obligatoire	Obligatoire	Non	Si Offre Publique
Listing Sponsor	Non	Oui		Non
Décision d'admission	Conseil d'Administration Euronext	Conseil d'Administration Euronext		Euronext dispose d'un droit d'opposition
Mode de cotation	Continu de 9h à 17h30 ou Fixing à 10h et 16h	Continu de 9h à 17h30 ou Fixing à 15h30		Fixing à 15h

1.3 Le processus d'introduction en bourse

Le processus d'introduction en bourse, très standardisé, est une opération similaire à une opération traditionnelle de levée de fonds, avec plus ou moins de travaux selon le mode d'admission : offre publique ou placement privé. Il comporte de nombreux facteurs exogènes, et notamment l'évolution des marchés eux-mêmes, qui peuvent influencer sur son rythme et son succès.

• Travaux initiaux

Le prospectus d'introduction en bourse ou *Offering Circular* est un document proche d'un memorandum d'information. Il a pour vocation de répondre à un certain nombre de questions :

- Motivations de l'introduction en bourse ? Quels sont les objectifs de l'entreprise et des actionnaires ?
- Quelle vision pour l'entreprise ? La stratégie de l'entreprise doit être claire pour être comprise par une communauté d'investisseurs très diversifiée.
- Quels besoins de fonds (fonds propres et/ou quasi fonds propres) pour quels objectifs ?
- Le choix du marché : taille / adéquation au marché / *peer group* / coûts.
- Quelle valorisation à l'introduction en bourse ? Le prix d'introduction se forme au cours du processus qui va de la sélection du Listing Sponsor et des agents de placement jusqu'à la cotation effective. Les attentes de la société sont confrontées aux réactions des analystes. Une fourchette de prix est définie, et à l'issue du processus de « *book building* » les actions sont allouées aux acheteurs sur la base du prix d'introduction finalement retenu.
- La préparation des comptes en normes IFRS dans le cadre d'une introduction en bourse sur Euronext.
- Les actionnaires : qui est vendeur, qui souhaite se renforcer, quels besoins en termes d'actionnariat post introduction ? Cet exercice entraîne la remise à plat du pacte d'actionnaires et/ou des clauses des statuts (les SAS doivent se transformer en SA avant l'introduction sur un marché réglementé ; les clauses restreignant les cessions d'actions, telles que l'agrément, doivent être supprimées et la gouvernance doit être revue). Des négociations portent sur les engagements de conservation des actionnaires (*lock up*), qui durent généralement entre 3 et 12 mois (mesure de protection des nouveaux actionnaires).

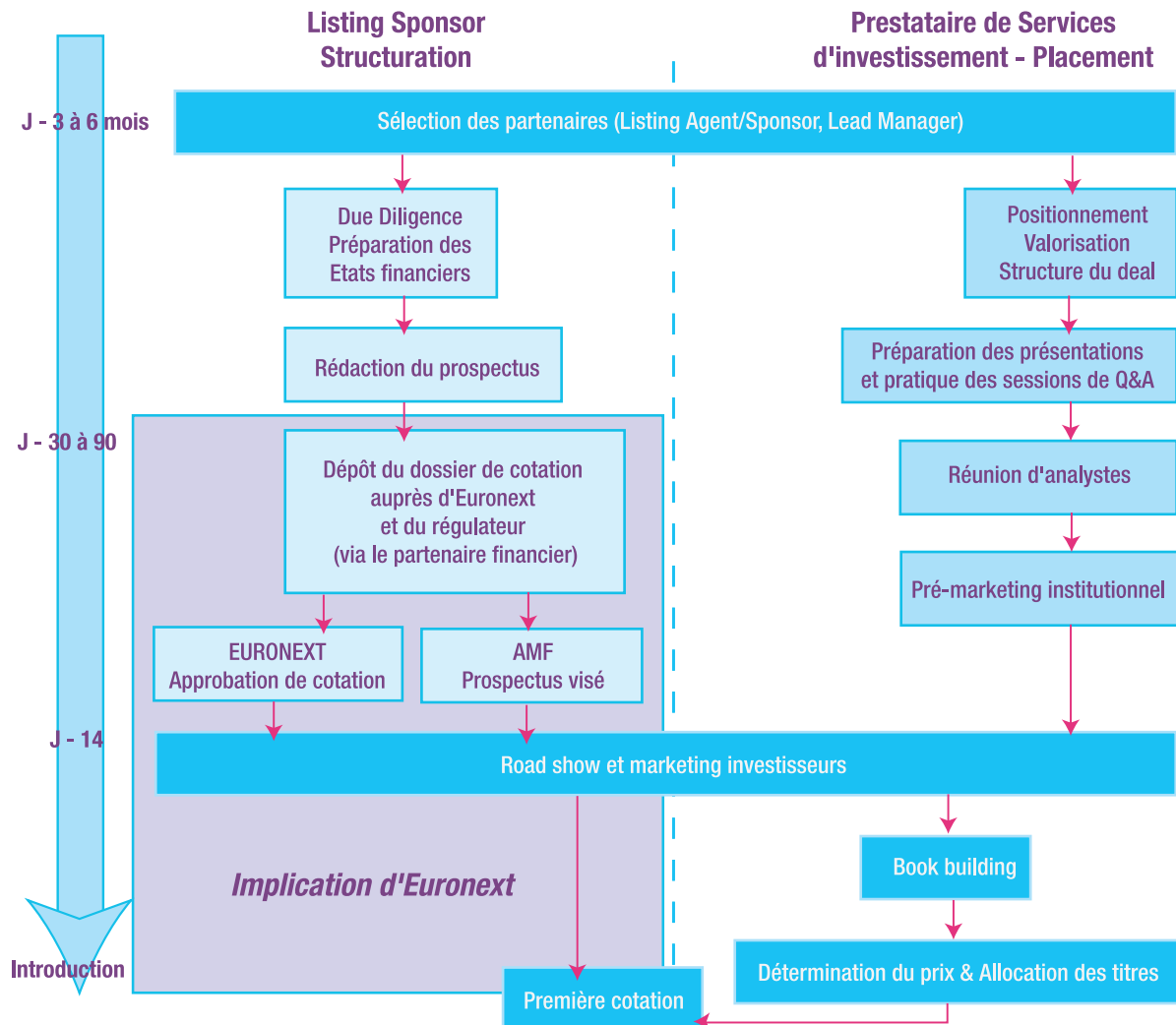
• Sélection des partenaires

L'introduction en bourse nécessite de s'appuyer sur des conseils et prestataires qui sont indispensables pour la réussite de l'opération. Le choix de ces partenaires se fera au cours d'un processus de sélection rigoureux, fonction de l'expérience (*track record*) dans ce domaine et des objectifs recherchés par la société :

- le Listing Sponsor et le Prestataire de Services d'Investissement sur Alternext, ou la banque introductrice sur Euronext : capacités de placement (réseau de distribution, accès à des *family offices* ou à des clients de banques privées), internationalisation, spécialisation, recherche, sachant qu'il est usuel de recourir à plusieurs établissements (*co-lead* et *bookrunners*) pour mieux couvrir la période pré mais aussi post introduction,
- le cabinet d'avocat : il est d'usage d'utiliser un avocat conseil de la société et des actionnaires, qui outre sa connaissance des règles et des pratiques, devra faire la part des intérêts de chacun lorsque ces intérêts divergent,
- le(s) commissaire(s) aux comptes : signature vs coûts,
- l'agence de communication,
- l'apporteur de liquidité, qui aura pour mission l'animation du titre et dont le rôle sera capital pour le développement de la liquidité.

- **Calendrier indicatif d'un processus d'introduction en bourse par Offre Publique**

Ce calendrier est donné à titre indicatif, sachant que les délais peuvent être plus brefs en cas de placement privé. La sélection des partenaires est souvent préparée bien en amont du lancement des travaux.



- **Coûts**

Les coûts de levée de fonds sur Alternext ou Euronext varient entre 5 et 10 % des fonds levés (dégressif selon le montant – ces chiffres correspondent à l'état du marché en 2009 et peuvent évoluer). Ils sont déductibles de la prime d'émission pour la part d'augmentation de capital (pas d'impact sur le compte de résultat).

- **Revue des actions**

La société candidate à une introduction devra mener à bien une série d'actions préparatoires en liaison avec le Listing Sponsor, le commissaire aux comptes et l'avocat :

- mise en œuvre d'un programme de due diligences,
- premières réunions avec les analystes pour valider la viabilité de l'opération de placement, puis pré-marketing, pour tester l'appétit du marché auprès d'investisseurs sélectionnés,
- rédaction d'un document de base AMF (dans le cadre d'une introduction sur Euronext ou par Offre Publique sur Alternext),
- rédaction de la note d'opération,
- mise en conformité des statuts et remise à plat du pacte d'actionnaires,

- revue de la table de capitalisation : il est souvent nécessaire de « toletter » le capital, en unifiant toutes les actions en une seule catégorie et en supprimant les droits d'accès au capital qui n'ont plus lieu d'être (BSA ratchet, stock options non exerçables...), le tout sous la condition que l'introduction soit finalement effectivement réalisée,
- préparation des résolutions d'assemblée générale nécessaires à l'introduction en bourse,
- revue spécifique éventuelle dans le cadre des due diligences,
- vérification du niveau d'information de l'annexe aux comptes pour la hisser aux standards des sociétés cotées,
- revue des processus ayant conduit à l'élaboration du rapport du Président,
- mise en œuvre des normes IFRS (pour une introduction sur Euronext),
- certification de 3 années de comptes annuels et consolidés, le cas échéant,
- attestation sur des comptes semestriels et/ou proforma le cas échéant,
- revue de la déclaration sur le fonds de roulement, du tableau des capitaux propres et de l'endettement, de l'ensemble du prospectus AMF (document de base et note d'opération).

• **Analyse financière**

En liaison avec les équipes spécialisées des banques introductrices et du Listing Sponsor et le cas échéant avec des analystes de la place, la direction financière de la société sera plus particulièrement impliquée dans le processus d'analyse financière et de valorisation :

- rencontres entre les analystes et les dirigeants,
- analyse du secteur,
- rédaction d'une note de recherche,
- valorisation.

• **Placement des titres et garantie**

Le Listing Sponsor pilotera le processus de placement :

- organisation de rencontres investisseurs (one to one),
- vente des titres auprès d'une clientèle d'investisseurs,
- garantie de bonne fin de l'opération.

• **Communication**

Les dirigeants s'appuieront sur l'agence de communication et sur le Listing Sponsor pour préparer les éléments de présentation de l'entreprise et la faire connaître :

- préparation du discours / marketing du titre,
- training des dirigeants,
- programme de rencontres journalistes :
 - ▶ presse économique et financière,
 - ▶ interviews radios type BFM, Bloomberg...
- organisation d'une réunion d'analystes (réunion SFAF),
- préparation des supports physiques de communication,
- publicité financière,
- dans le cadre d'une Offre Publique, le prospectus d'introduction doit être rendu public (publication sur le site de la société) et le résumé du prospectus doit être communiqué sur un journal (La Tribune, Les Echos, ..) à la demande de l'AMF.

Le processus qui conduit à l'IPO n'est qu'une étape et une préparation pour les dirigeants, qui apprennent ainsi à communiquer au marché, ce qu'ils devront faire régulièrement une fois la société cotée.

1.4 Quelle stratégie de sortie pour l'actionnaire fonds d'investissement ?

• Sortie à l'introduction ou post introduction ?

- La stratégie de sortie est fonction de nombreux éléments :
 - ▶ la stratégie d'investissement du fonds et les obligations liées à sa structure (durée de vie, statut fiscal du véhicule d'investissement, ...),
 - ▶ la capacité d'absorption du marché, elle-même dépendant des caractéristiques propres de l'entreprise (taille, notoriété, secteur), et de la communication réalisée auprès des investisseurs avant et après l'introduction en bourse,
 - ▶ la réussite de l'opération (dans le cadre d'une offre publique) est mesurable par le niveau de souscription, permettant aux fonds de céder un montant complémentaire au moment de l'introduction en bourse, par le biais de la *green shoe* (stratégie de sortie plus discrète)
 - ▶ de l'espérance de rendement complémentaire par la hausse du cours.

Il est à noter que la cession de titres à l'introduction pouvant être considérée comme un signal négatif communiqué aux nouveaux actionnaires investissant dans la société, il est important d'expliquer précisément au marché les montants et les raisons de cette sortie.

- Après l'introduction en bourse, des cessions d'actions sont réalisées par les fonds, soit « au fil de l'eau » si les volumes échangés quotidiennement le permettent, soit par cession de blocs. Ce mode de sortie permet à des actionnaires majoritaires de trouver une liquidité bien supérieure à celle affichée quotidiennement.

• Sortie minoritaire ou majoritaire ?

Les marchés financiers offrent une porte de sortie à tous les actionnaires, qu'ils soient minoritaires ou majoritaires :

- Un actionnaire minoritaire pourra céder sa participation sur les marchés partiellement ou dans son intégralité au moment de l'introduction et son solde à tout moment après la période de lock-up.
- Les actionnaires majoritaires doivent préparer avec la société et ses conseils une stratégie de sortie. Une sortie majoritaire s'effectuera généralement par étape, par cession partielle possible au moment de l'introduction en bourse et cession d'un ou plusieurs blocs au long du parcours boursier. A noter que des blocs très significatifs peuvent être cédés et ce dans des délais extrêmement courts et à des coûts très faibles (inférieurs à 1 %). Ces cessions significatives de titres de la société sont en général réalisées par l'apporteur de liquidité.
- Une cession majoritaire peut également avoir lieu dans le cadre d'une offre publique réalisée sur la société cotée. L'introduction en bourse peut dans ce cas être compatible avec une stratégie de cession industrielle notamment optimisée par une prime de majorité.
- La réussite de la sortie post introduction dépend de l'accompagnement de professionnels clefs, apporteur de liquidité et agence de communication financière, permettant à la société de s'assurer d'une certaine visibilité et d'une liquidité satisfaisante pour ses actionnaires.
- Dans tous les cas il faut tenir compte de la réglementation en termes de franchissement de seuils.

• Période de cession

- Il existe sur les marchés des périodes « négatives » (*black out period*), durant lesquelles des opérations sur titres ne sont pas autorisées pour toute personne détentrice d'une information privilégiée, tels que les membres des organes d'administration ou de surveillance de la société.
- Ces fenêtres « négatives » couvrent en général des périodes de temps importantes (minimum légal de deux semaines avant la publication de résultats financiers).
- Dans le cas où l'actionnaire accompagne la société en conservant sa participation, il peut continuer à être représenté au conseil. L'investisseur souhaitant céder sa participation se doit de réfléchir à la décision de quitter les organes d'administration ou de surveillance de la société, pour retrouver une plus grande liberté de gestion de sa participation.
- L'entreprise doit pour sa part réévaluer sa gouvernance pour l'adapter aux exigences des marchés (voir p. 24 §1 de ce Guide pour la continuité et les évolutions entre sociétés « privées » et « publiques » en termes de gouvernance). Une réflexion concertée doit donc être menée entre les dirigeants et les actionnaires sur la composition du conseil d'administration ou de surveillance.

2 • CESSIION INDUSTRIELLE

Au moment où la cession se profile, il est utile de détailler le processus qui va se dérouler afin que personne ne soit surpris de son articulation, de sa durée, de son aspect chronophage, voire des conflits d'intérêts potentiels qu'il peut engendrer, notamment quand toutes les parties ne sont pas traitées de manière égalitaire (partage du prix, garantie de passif, réinvestissement).

Pour réussir une cession d'entreprise, la relation entre les investisseurs et les dirigeants est fondamentale : motivation de tous, choix et gestion des conseils, complémentarité des rôles et information mutuelle sont des clés pour le succès. La capacité à anticiper et à garder le bon rythme, ainsi que la mise en œuvre par les investisseurs des « bonnes pratiques » -dont ce Guide donne quelques exemples-, est la marque d'un professionnalisme pouvant profiter à tous les actionnaires et à l'entreprise.

2.1 Rôles respectifs des actionnaires et des dirigeants dans un processus de cession

• Les actionnaires

La décision de céder sa participation dans une société appartient en principe à chaque actionnaire, mais dans les sociétés « privées » (non cotées en bourse), il est usuel d'encadrer ces cessions afin de garder une certaine maîtrise du capital, tout en favorisant la liquidité. C'est pourquoi les clauses des statuts ou des pactes d'actionnaires sont importantes pour déclencher la cession (clauses de liquidité), organiser le processus (notification, droit de préemption), entraîner les autres actionnaires dans la vente (*buy or sell, drag along*) ou leur permettre d'y participer (droit de sortie conjointe).

Ces accords contractuels sont importants et doivent avant tout être respectés et appliqués. Mais ils ne couvrent pas toutes les situations qui peuvent se présenter, et il est souhaitable de maintenir un dialogue sur leur application. Il serait dangereux de faire l'impasse sur une procédure prévue par un pacte ou par les statuts : l'un des actionnaires pourrait s'en plaindre, et cela pourrait faire perdre du temps, voire engager la responsabilité des actionnaires ou mettre en cause la validité des opérations. Si l'on doit s'écarter des mécanismes contractuels (par exemple en renonçant à certains droits ou délais), il faut le faire de manière organisée et conforme aux engagements de chacun.

Les actionnaires financiers ont un rôle particulier à jouer, avant même de déclencher les mécanismes juridiques dont ils disposent et afin de préparer les étapes à venir. Ils peuvent :

- dialoguer avec les dirigeants et les autres actionnaires (fondateurs, *business angels, friends & family*, etc.) sur leurs objectifs respectifs et sur les perspectives de chacun à plus long terme, ainsi que sur le partage de la valeur actionnariale : revue des mécanismes d'ajustement, d'intéressement et de partage du prix mis en place lors de l'entrée des actionnaires, prise en compte des contraintes particulières de certains actionnaires (voir ci-dessous les limitations s'imposant à certaines formes de fonds d'investissement pour donner des garanties de passif ; voir aussi les contraintes de durée minimale de détention, imposées par certains régimes fiscaux (cinq ans pour les holdings ISF, pactes « Dutreil »)...
- le cas échéant, mettre les dirigeants en relation avec des homologues ayant déjà eu l'expérience de tels parcours, afin de partager leur expérience,
- faire jouer leurs réseaux pour améliorer la visibilité de la Société

• Le conseil d'administration / de surveillance

Le conseil d'administration ou de surveillance d'une société de droit français n'a généralement pas à exprimer sa position sur les termes d'une sortie des actionnaires ou sur une offre d'achat de tiers, sauf dans certains cas particuliers : clause d'agrément, vente de fonds de commerce (*asset deal*), attestation d'équité sur les termes de l'offre (cas plus fréquent pour les sociétés cotées).

Mais il est légitime que le conseil suive le processus de cession :

- La cession de contrôle aura un impact sur l'entreprise, et le conseil d'administration doit veiller à l'antériorité de l'entreprise particulièrement dans cette phrase.
- Le conseil d'administration peut décider ou le conseil de surveillance peut autoriser le lancement d'une politique de rapprochement pouvant déboucher sur des partenariats, une fusion ou une cession.

- Les représentants des actionnaires financiers au conseil d'administration ou de surveillance peuvent alors aider les dirigeants à analyser la situation de la société dans la perspective de son intégration à un plus grand ensemble :
 - ▶ positionnement stratégique, organisation interne, forces et faiblesses,
 - ▶ définition et suivi d'actions correctrices,
 - ▶ présentation et valorisation de la société,
 - ▶ vérification que la société dispose des financements nécessaires jusqu'à la cession, voire au-delà en s'interrogeant sur les capacités du nouvel actionnaire de contrôle à faire face aux besoins de financement de la société.
- Les membres du conseil doivent également prendre en compte les droits et les situations particulières des autres personnes intéressées par le développement de l'entreprise : salariés, clients, fournisseurs, banques finançant la société.
- Sur le plan juridique, il faut identifier et veiller au respect des obligations légales : information et consultation du comité d'entreprise, mise en œuvre des plans d'intéressement des salariés, accords préalables éventuels des autorités (concurrence, secteurs réglementés) ou des co-contractants (en cas de clause de changement de contrôle). Ces tâches incombent aux dirigeants ou aux acheteurs, selon les cas.

2.2 Choix des conseils externes – Termes de leur mandat

• Relations avec le conseil financier

Il est souvent fait recours à un conseil financier (appelé parfois « banque d'affaires »), qui apporte son assistance principalement dans la recherche des acquéreurs et dans l'analyse des offres.

- Il est important que les investisseurs s'impliquent dans la relation avec le conseil financier, lors du choix initial et tout au long du processus de vente, aussi bien pour apporter leur connaissance de l'entreprise et leur savoir-faire que pour faire prendre en compte leurs objectifs propres.
- Critères du choix :
 - ▶ compétence sectorielle,
 - ▶ appartenance ou non à un réseau international,
 - ▶ taille et services attendus (« boutique », réseau, banques traditionnelles),
 - ▶ références d'opérations précédentes comparables,
 - ▶ qualité et disponibilité des personnes en charge du dossier,
 - ▶ positionnement et éventuels liens avec des concurrents de l'entreprise. A discuter : clause d'exclusivité dans le secteur ou sur la société cible / clause de protection contre les conflits d'intérêts (organisation d'une « muraille de Chine »),
 - ▶ conditions tarifaires.
- Prévoir le cas échéant un double mandat au même conseil :
 - ▶ l'un donné par l'entreprise pour les recherches de partenariats, la fusion totale ou partielle, la levée de fonds, la cotation sur un marché de titres (réglementé ou organisé),
 - ▶ l'autre donné par les actionnaires (ou les principaux d'entre eux) en vue de la cession de leur participation.

Selon la nature de l'opération qui sera finalement réalisée, l'une (la Société) ou les autres (les actionnaires) supporteront tout ou partie des honoraires. Attention, la répartition des honoraires entre les cédants dépendra des termes du mandat et du pacte d'actionnaires, et il faut vérifier si les conditions d'une répartition au *pro rata* sont bien en place.

• Les termes du mandat avec la banque

Le conseil financier prend un engagement de moyen, et non de résultat : il ne garantit ni de trouver un acquéreur, ni un niveau de valorisation donné.

La durée : elle est usuellement limitée, généralement comprise entre 6 et 12 mois, éventuellement reconductible par périodes de 3 mois, parfois plus courte quand les candidats acquéreurs sont bien identifiés ou sont peu nombreux (limites sectorielles ou géographiques). Elle est éventuellement indéterminée, ce qui permet de résilier le mandat à tout moment, sous réserve d'un préavis à définir.

Revoir et préciser les conditions de fin du mandat : définir les causes de la résiliation anticipée (départ d'une personne clé de l'équipe du conseil, négligence ou résultats insuffisants), le préavis, les conséquences financières.

Il faut en particulier bien encadrer le « droit de suite » donnant droit au conseil de percevoir tout ou partie des honoraires prévus, en cas de transaction réalisée après la fin du mandat, le cas échéant en principe avec l'un des contacts identifiés et/ou approchés par la banque : les exceptions doivent être bien précisées dans le mandat (par exemple approche directe ou cibles déjà en contact avec l'entreprise), la liste des acquéreurs potentiels concernés doit être précisée lors de la résiliation, la durée doit être limitée à quelques mois, la clause ne doit pas s'appliquer en cas de résiliation pour défaut de diligence, la rémunération peut être réduite selon les situations,

Les mandats proposés par les conseils financiers comprennent fréquemment des clauses limitant drastiquement la responsabilité du conseil lui-même, et imposant aux mandants (l'entreprise et/ou ses actionnaires) d'indemniser le conseil financier contre tout dommage résultant du mandat. Il faut faire très attention à ces clauses, qui doivent être négociées car elles peuvent faire supporter des risques importants, voire aller à l'encontre de règles s'imposant aux mandants (notamment lorsqu'elles imposent des responsabilités illimitées à des FCPR, ce qui est interdit par la réglementation).

Il est vivement recommandé de soumettre le mandat au droit français et aux juridictions françaises, ou de prendre l'avis d'un spécialiste du droit étranger concerné si la banque choisie insiste pour prévoir un tel droit.

• Honoraires

Il n'y a rien d'obligatoire dans ce domaine. Au contraire, les pratiques et les tarifs évoluent en fonction de la période et de la transaction envisagée. On retrouve souvent la distinction entre « *retainer* » et « *success fee* » :

- « *Retainer* » : montant fixe limité, versé en une ou plusieurs fois au cours de la durée du mandat, éventuellement déduit du montant final des honoraires.
- « *Success fee* » : montant proportionnel au prix perçu, le cas échéant selon des échelles de taux progressives ou dégressives en fonction de paliers. L'affichage de paliers doit être pratiqué avec prudence car cela donne implicitement des indications sur le montant final espéré.
- Il faut être très clair dans les définitions :
 - ▶ des opérations donnant lieu au paiement du *success fee* (par exemple : une vente n'est pas une levée de fonds ou une introduction en bourse ; le rachat par un actionnaire ne doit pas nécessairement être traité comme le rachat par un tiers),
 - ▶ des bases de calcul : prendre comme base les montants effectivement perçus (attention aux paiements différés, crédits vendeurs et *earn out*), en distinguant entre les paiements en numéraire et en actions (on peut négocier une décote dans ce dernier cas).
- Frais : il est usuel de rembourser les frais encourus, sur la base de justificatifs et en les encadrant ou en les plafonnant.

• Choix du conseil juridique (avocats)

- Critères du choix :
 - ▶ connaissance des termes et conditions usuels, des pratiques et des contraintes réglementaires propres aux intervenants (FCPR, FCPI, Holdings ISF...),
 - ▶ *track record* et références, connaissance sectorielle et des problématiques particulières du secteur (propriété intellectuelle, secteurs réglementés, ...),

Lancement Mandat de la Banque



- ▶ connaissance de la société-cible elle-même et des contrats et questions juridiques la concernant,
 - ▶ profil généraliste (« chef d'orchestre ») ou spécialiste,
 - ▶ organisation du travail : l'associé responsable s'implique-t-il personnellement ? Dispose-t-il de collaborateurs compétents ? A défaut de disposer de toutes les compétences requises au sein du même cabinet (« full service »), comment seront traitées les questions particulières (liaison avec la direction juridique de l'entreprise, recours à des conseils spécialisés) ?,
 - ▶ ouverture internationale, notamment en cas d'acquéreur non français. La maîtrise de la langue de l'acquéreur et la connaissance de ses us et coutumes en matière d'acquisitions sont un avantage important, même quand le droit français est appliqué,
 - ▶ capacité à gérer la relation entre les différents intervenants (du côté des vendeurs et avec l'acquéreur.
- **Faut-il un ou plusieurs conseils ?**
 - ▶ chaque vendeur a la possibilité de se faire assister de son propre conseil pour défendre les intérêts qui lui sont propres,
 - ▶ mais il peut être efficace, en termes de processus comme de coûts, que plusieurs vendeurs aient le même avocat. Il est même fréquent qu'un seul conseil représente tous les vendeurs, charge à certains de consulter leur propre conseil sur des points précis ou leurs problématiques propres,
 - ▶ le mandat commun accepté par un seul avocat suppose un certain alignement des intérêts et un accord préalable sur les grands équilibres.
 - **Honoraires :**
 - ▶ usuellement sur la base du temps passé, avec éventuellement des budgets ou des forfaits si le processus est bien cadré et sur la base d'hypothèses (nombre de candidats acquéreurs, longueur des négociations, etc.). Les conventions d'honoraires peuvent comprendre une part liée au succès de l'opération, ou une décote en cas d'échec de la vente. Dans certains cas, ces frais sont finalement payés par l'acquéreur,
 - ▶ bien définir la mission du conseil, notamment lorsqu'il représente plusieurs personnes, afin d'éviter que toutes les parties paient pour les problématiques particulières à certaines d'entre elles (structuration fiscale, contrat de travail d'un vendeur, etc.).

2.3 Maîtrise du processus de cession

- **Maîtriser le temps**

- définir un calendrier prévisionnel,
- prévoir un point hebdomadaire par téléphone,
- garder en mémoire les points d'échéance du mandat.

- **Travail préparatoire**

- Marketing : rédaction d'un mémorandum d'information (*information memorandum et executive summary*), et d'une liste de contacts. Documents à établir par le conseil financier et les dirigeants. Usuellement les représentants des actionnaires donnent leur accord avant diffusion du mémorandum d'information. Le travail peut être plus simple si les candidats acquéreurs sont déjà identifiés dès le début du processus.

Acceptation
de l'offre

Réalisation
de la cession



- Identifier les situations potentiellement difficiles, aussitôt que possible afin de les traiter préventivement (des surprises de dernière minute peuvent faire échouer une opération) :
 - ▶ actionnaires « disparus » ou avec lesquels on a perdu le contact ;
 - ▶ régime matrimonial, éventuels divorce ou succession d'actionnaires (indivision, enfants mineurs, incapacité) ;
 - ▶ revue des plans d'intéressement et de tous les droits d'accès au capital (bons de souscription d'actions, obligations convertibles, stock options etc.) : vont-ils pouvoir être exercés (cas de départ des titulaires et revue des conditions d'exercice ; la valorisation attendue est-elle supérieure ou inférieure au prix d'exercice (*in or out of the money*) ? Comment le seront-ils (juste avant la cession, avec ou sans paiement préalable), quel impact ont-ils sur la table de capitalisation et la part du prix reçue par chacun ?
 - ▶ validité et efficacité des accords d'actionnaires : éventuellement, organiser la levée préalable d'un droit de préemption, ou organiser un raccourcissement des délais pour mieux entrer dans le calendrier souhaité par les acquéreurs ;
 - ▶ situation patrimoniale de certains actionnaires ;
- Avec l'avocat choisi pour accompagner l'opération :
 - ▶ passer en revue les secteurs sensibles (propriété intellectuelle, droit du travail, litiges en cours, ...) ;
 - ▶ pratiquer si nécessaire des opérations de régularisation (notamment mise à jour de la documentation *corporate*) ;
 - ▶ revoir les documents préparatoires (accords de confidentialité, mandat du conseil financier).
- Le cas échéant, mener une vraie « *vendors due diligence* » comptable, fiscale, juridique, voire de l'activité elle-même en cas notamment de cession à des acquéreurs financiers de type investisseurs en capital.

• Relations avec les candidats acquéreurs

- Accord de confidentialité (*NDA : non disclosure agreement*) : indispensable pour préserver les intérêts de l'entreprise et de ses actionnaires, à la fois sur l'existence de négociations, d'un processus de vente, et sur les informations concernant l'entreprise elle-même. Il est recommandé de rester simple et équilibré pour éviter de passer trop de temps à le négocier, mais il ne faut pas transiger sur une protection minimum. Selon le cas, l'on prendra un modèle unique proposé par le conseil financier ou les avocats, ou l'on négociera celui du candidat acquéreur. Cet accord peut comporter des clauses de non-sollicitation destinées à protéger la société d'éventuelles tentatives de débauchage de ses salariés par les candidats acquéreurs.
- Le processus avec les candidats acquéreurs est plus ou moins formalisé, du gré à gré aux enchères formelles. Le contexte (concurrence) et les contraintes réglementaires (sociétés cotées) jouent un grand rôle.
- L'exclusivité n'est donnée à un acquéreur que sur la base d'une offre précise, soumise à des conditions limitées, et pour une durée aussi brève que possible. Le cas échéant, on peut négocier une indemnité pour le cas où l'acquéreur se retire.

• Gestion de l'information

Le processus d'audit doit rester confidentiel à l'intérieur de l'entreprise pour éviter les disséminations d'informations fausses ou incomplètes et les perturbations inutiles. Mettre en place une data room ne signifie pas que l'entreprise sera finalement vendue. En dehors du groupe restreint en charge de l'opération, les équipes de l'entreprise doivent rester mobilisées sur leurs tâches habituelles.

La préparation de la *data room* (recueil des informations concernant l'entreprise et mises à la disposition des candidats acquéreurs) peut être réalisée en interne pour les plus petites sociétés, sinon elle peut être déléguée au conseil financier, aux auditeurs externes ou aux avocats.

Les *data rooms* électroniques sont maintenant très largement pratiquées. Elles ont l'avantage pour l'entreprise de pouvoir gérer les droits d'accès et de suivre la consultation des documents, et pour les acquéreurs de simplifier l'accès et le traitement des informations, et donc de limiter leurs frais. Il existe des logiciels et des prestataires spécialisés. Il est important de définir les documents copiables ou simplement accessibles, et de graduer l'accès aux

documents les plus confidentiels. Il est recommandé de conserver une copie complète de la *data room*, qui sera utilisée dans la préparation des annexes de la garantie de passif, ou le cas échéant lors d'un litige éventuel portant sur l'information transmise.

Pendant la période de *due diligence*, l'entreprise et l'acquéreur doivent gérer la mise à jour des informations, en fonction des événements nouveaux et pour diffuser les réponses aux questions posées par les candidats acquéreurs.

La communication de l'information doit entrer dans le cadre prévu par l'accord de confidentialité, éventuellement détaillé pour ce qui concerne :

- les personnes que l'acquéreur est habilité à contacter : usuellement seulement quelques dirigeants (PDG, directeur financier) et le conseil financier,
- l'accès aux documents,
- les engagements de confidentialité des employés et conseils des candidats acquéreurs,
- la restitution ou la destruction des documents pour les candidats n'ayant finalement pas conclu l'opération.

2.4 La structure des accords et la réalisation de la cession

• Il faut là encore maîtriser le calendrier

Il est préférable de ne pas laisser s'écouler de délai entre la signature et la réalisation de la vente (*signing* et *closing*). Si des conditions suspensives sont indispensables, il vaut mieux, du point de vue des vendeurs, les limiter et notamment bien encadrer les clauses de modification de la situation (*MAC : material adverse change*) permettant à l'une des parties de ne pas réaliser la transaction.

Pour les conditions et opérations postérieures à la réalisation de la vente (complément de prix de type *earn out*, garanties), il faut tenir compte de l'horizon propre à chaque acteur (notamment pour les fonds d'investissement en fin de vie, qui ne peuvent pas attendre le dénouement des opérations au-delà de leur date de liquidation).

• Accords de partage du prix

Le principe est que chaque actionnaire doit recevoir le même prix par action de la société vendue. Mais il est fréquent que toutes les actions ne soient finalement pas vendues au même prix :

- actions de préférence avec droits de « liquidation préférentielle » (voir p. 47 § 3),
- accords d'actionnaires négociés lors de l'entrée d'un investisseur ou au moment de la cession,
- relation éventuelle de certains managers, partage de la sur-performance, conversion ou exercice des titres de créance et des droits d'accès au capital (obligations convertibles, bons de souscription d'actions,...),
- clauses d'*earn out* et prise en compte éventuelle du rôle particulier des dirigeants ou des actionnaires restant au capital (certains actionnaires peuvent ne pas céder leurs participations, ou réinvestir tout ou partie du produit de la cession aux côtés de l'acquéreur),
- droits de suite d'anciens actionnaires ayant droit à une partie de la plus-value réalisée dans un certain délai après leur départ (clauses de retour à meilleure fortune).

Toutes les composantes de la transaction doivent être arrêtées de manière transparente pour tous les actionnaires. Le prix d'achat global ne doit pas être indûment réduit pour faire bénéficier une catégorie de vendeurs d'un avantage quelconque, au détriment et sans l'accord des autres. Il faut notamment s'assurer de la transparence totale des accords conclus entre l'acheteur et les dirigeants de l'entreprise.

• Garantie de passif

- Dans la plupart des acquisitions de sociétés (non cotées), l'acquéreur demande des déclarations et garanties de la part des actionnaires vendeurs (capacité, propriété et existence des actions vendues) et concernant l'entreprise vendue elle-même.
 - ▶ Ces garanties ne sont cependant pas obligatoires, d'autant que l'acquéreur a eu le plus souvent l'occasion de réaliser ses audits. C'est à lui de démontrer quel risque il doit couvrir par une garantie, et pour quel montant.

- Les investisseurs financiers ayant la forme de fonds d'investissement règlementés (FCPR, FIP, FCPI...) sont soumis à des contraintes particulières, ce qui limite leur capacité à consentir des garanties de passif :
 - ▶ les FCPI et les FCPR agréés n'ont pas le droit de donner de garanties portant sur les sociétés dans lesquelles ils investissent,
 - ▶ les FCPR à procédure allégée ne peuvent consentir que des engagements circonscrits (pas de montant illimités),
 - ▶ des investisseurs constitués sous une autre forme peuvent être soumis à des contraintes similaires du fait de leur statut légal ou de leurs règles internes,
 - ▶ ceci interdit toute solidarité de ces vendeurs entre eux et avec les autres,
 - ▶ ce type de restrictions est souvent rappelé dans les pactes, sous forme de clauses annonçant par avance que les investisseurs financiers ne donneront pas de garantie de passif à l'occasion de la cession de leurs participations,
 - ▶ quand dans une société, il existe différents types d'actionnaires, soumis à des contraintes réglementaires ou statutaires différentes, il est usuel et recommandé de mettre en place une structure identique pour tous, en s'alignant sur le statut le plus contraignant, afin de garantir l'égalité de traitement des actionnaires vendeurs sous réserve de leur rôle opérationnel dans la société.
- On peut donc recommander la mise en œuvre de schémas dans lesquels les déclarations sur la société vendue sont faites par les seuls dirigeants. Mais afin de ne pas leur faire porter tout le poids économique et le risque de mise en jeu de ces garanties, on peut envisager la mise en place d'un système de retenue sur le prix, partagé entre tous les actionnaires au prorata de leurs participations.

La partie retenue du prix est alors placée auprès d'un séquestre. Au terme du délai convenu, le séquestre libère les fonds au profit des vendeurs, sous réserve des indemnités réclamées par l'acquéreur au titre des garanties données.

- Ces garanties doivent être soumises à des clauses de franchise, plafond et durée. Ces clauses sont nécessaires pour poser les limites de la responsabilité des déclarants. De même, les clauses de procédure et d'information protègent les intérêts des parties. Dans ce domaine, l'ambiguïté n'est généralement pas recommandable. La jurisprudence est très attentive à la rédaction de ces clauses, lorsque la mise en jeu des garanties donne lieu à un litige.
- Il est utile de nommer un mandataire des vendeurs, qui est habilité à recevoir ou à regrouper les réclamations au titre de la garantie, et à agir au nom des vendeurs, éventuellement selon des règles de majorité à définir. Il convient de traiter la question des frais, de responsabilité et de l'éventuelle rémunération de ce mandat.

3 • RECLASSEMENT DES PARTICIPATIONS

3.1 Nécessité d'une « respiration » de l'actionariat

Dès lors qu'une sortie par une introduction en bourse ou une cession industrielle ne sont pas d'actualité, il est important de s'interroger sur la respiration naturelle de l'actionariat de l'entreprise, dans le cadre fixé par le pacte d'actionnaires et les statuts. Car, en l'absence d'initiative concertée, les dirigeants risquent d'être confrontés à terme :

- à des mouvements de titres imprévus,
- à une perturbation de la gouvernance,
- à une incapacité de mobiliser des ressources financières auprès de ses actionnaires historiques.

Outre le fait que le renouvellement de l'actionariat est naturel (l'investisseur accompagne un projet pendant une durée limitée et doit susciter une rotation de son portefeuille), cela est particulièrement sain pour permettre :

- une capacité renouvelée de soutien financier de l'entreprise,
- le maintien d'un alignement d'intérêts entre tous les actionnaires et le projet d'entreprise.

3.2 Une liquidité maîtrisée

La concertation entre les actionnaires et les dirigeants sur leur horizon de sortie respectifs et la compatibilité avec le business plan permettra d'anticiper les éventuels décalages.

- L'une des solutions peut être le rachat par le management, dans le cadre d'une opération à effet de levier (management buy out ou MBO) adossée à de nouveaux partenaires financiers (fonds de capital transmission).
- Une autre optique est de prévoir que l'entreprise elle-même devra dégager les ressources nécessaires pour rembourser l'investisseur. Ainsi certains titres seront stipulés rachetables ou remboursables par la société (obligations, avances d'actionnaires, actions rachetables), à un terme et sous des conditions à déterminer.
- Enfin, dès le pacte d'actionnaires, des solutions seront ébauchées pour faciliter les reclassements des titres des financiers auprès d'autres financiers :
 - ▶ les simples reclassements au sein d'un même groupe (fonds gérés par les mêmes équipes de gestion) constituent usuellement des cas de transferts libres, ne donnant lieu qu'à une procédure d'information,
 - ▶ il peut arriver que la participation dans l'entreprise ne soit pas elle-même transférée, mais que le contrôle de l'investisseur ou du fonds dans lequel est logée la participation change (cession de portefeuille au profit de fonds secondaires). Ce type d'opération est exclu du champ des clauses de préemption,
 - ▶ les cessions d'un actionnaire à un autre, au sein du groupe des actionnaires financiers, pourront généralement se faire sans droit de préemption ni droit de sortie (ou avec de tels droits, mais limités au groupe des financiers), puisque les grands équilibres n'en seront pas modifiés et que les titres resteront dans des mains connues,
 - ▶ la cession à des financiers extérieurs, qui ne figuraient pas dans le tour de table initial, doit être vue comme une opération relativement neutre puisque l'acheteur appartient à la même catégorie d'actionnaires et qu'il prend le relais du vendeur. On peut présumer que son souhait d'entrer au capital s'appuie sur une vision de moyen ou long terme, qui renouvellera le soutien à l'entreprise avec de nouveaux moyens.

L'idée générale est que de tels transferts ne justifient pas l'application de restrictions trop importantes. La participation doit demeurer relativement liquide, puisque cela permet à l'investisseur de répondre à l'une de ses premières contraintes, sans que ces reclassements menacent les grands équilibres (fondateurs / financiers) et l'intérêt de l'entreprise (pas de situation de concurrence, comme ce peut être le cas avec l'entrée d'un industriel). Ainsi, il est rare que des transferts à des financiers soient soumis à l'agrément voire à la préemption des fondateurs.

Certains investisseurs s'accordent mutuellement un droit de sortie conjointe proportionnelle (si un investisseur trouve un acheteur pour un certain nombre d'actions, tous les investisseurs pourront participer à cette cession). Mais c'est là un arrangement entre financiers, qui ne déclenche pas en principe de droit de sortie des autres actionnaires.

- Dans tous les cas, le jeu des clauses particulières prévues dans les statuts et le pacte d'actionnaires (notification, droit de préemption, droit de sortie conjointe proportionnelle, ...) devra être anticipé et géré (envoi des notifications, délais de réponse,...).
- Même pour ces processus de reclassements, qui sont beaucoup plus simples et légers que les introductions en bourse et les cessions industrielles, le concours des dirigeants est indispensable :
 - ▶ le nouvel entrant doit pouvoir accéder à un bon niveau d'information sur l'entreprise, sous réserve des clauses de confidentialité appropriées,
 - ▶ un contact et une discussion avec le chef d'entreprise sont souvent souhaités. C'est l'occasion de faire valoir les atouts de l'entreprise et d'établir une nouvelle relation avec un partenaire.



LE GLOSSAIRE DU CAPITAL-RISQUE

Ce glossaire présente les principaux termes économiques, financiers et juridiques utilisés dans les opérations de capital-risque. La définition qui en est donnée reste spécifique au domaine du capital-risque : notamment pour les termes juridiques, un terme donné pourrait être utilisé différemment dans un autre contexte, et la mise en place du mécanisme correspondant nécessite dans tous les cas de prendre l'avis d'un conseil juridique.

Les montages français de capital-risque sont très largement inspirés par les pratiques anglo-saxonnes du venture capital. Aussi le lexique du capital-risque est riche de termes anglais. Chaque fois que cela a été possible, le terme anglais d'origine figure dans le glossaire mais renvoie au terme français équivalent (par exemple, « buy or sell » renvoie à « liquidité », et « liquidation preference » renvoie à « répartition préférentielle »). Dans quelques cas cependant, le terme anglais est si complètement entré dans le langage courant du Capital Risque à la française que nous l'avons conservé (« ratchet », « vesting » ...). Mais il convient de faire attention aux faux amis, car l'utilisation faite en France de certains termes n'est pas exactement équivalente à celles faites aux Etats-Unis ou au Royaume Uni, qui elles-mêmes peuvent être variables.

Les termes figurant en **gras** sont eux-mêmes définis dans le Glossaire.

Les références en **violet** renvoient aux paragraphes de ce Guide où sont utilisés et explicités les notions et termes présentés.

Les références en **bleu** renvoient aux paragraphes de la lettre d'intention type figurant en Annexe de ce Guide, où les notions et termes présentés sont utilisés.

A

- **Actions à bon de souscription d'actions (ABSA)**

A l'action émise par une société est attaché un **bon de souscription d'actions (BSA)** qui donne lui-même le droit de souscrire de nouvelles actions de cette société.

- **Accélération (stock options)**

Voir **Vesting**.

- **Accord de confidentialité**

Accord par lequel une partie s'engage à ne pas divulguer les informations confidentielles qui lui sont transmises par une autre partie. En anglais : *Non Disclosure Agreement (NDA)*.

→ Cf. **Lettre d'intention type p. 100 § 16**

→ Cf. **Guide p. 16 § 1.3 et p. 71 § 2.3**

- **Actions gratuites**

Mécanisme d'intéressement des dirigeants et salariés consistant à leur attribuer gratuitement des actions de la société, sous le bénéfice d'un régime fiscal favorable mais comportant des conditions de présence et de conservation relativement longs (4 ans au total).

Voir **Plan d'intéressement**.

- **Actions de préférence**

Catégorie d'actions assorties de droits particuliers, qui sont inscrits dans les **statuts** de la société (art. L. 228-11 du Code de commerce). Alternativement, ces droits préférentiels peuvent être prévus dans le **pacte d'actionnaires**.

En capital-risque, ces droits préférentiels sont de nature politique (droit d'information renforcé - voir **information des investisseurs** - droit à un représentant dans les organes de direction...) ou financière (droit à une récupération prioritaire des montants investis en cas de liquidation ou de cession de la société : cette récupération peut être simple, avec rendement ou multiple, ou cumulative (double dip).

Voir **Répartition préférentielle**.

- **Actions ordinaires**

Actions émises par une société et n'étant pas assorties de droits particuliers (au contraire des **actions de préférence**).

Toutes les actions ordinaires confèrent les mêmes droits (droit de vote, **droit préférentiel de souscription**, droit aux **dividendes**...), de sorte que les droits de leurs titulaires sont proportionnels à la quotité du capital qu'ils détiennent.

- **Actions remboursables**

Dans certaines situations, les actions souscrites par les investisseurs leur sont remboursées (ou rachetées) par la société émettrice, à son initiative ou à celle des investisseurs. Montage pratiqué dans certaines opérations de capital-risque, principalement dans les pays anglo-saxons (*redeemable shares*) et plus rarement en France, où l'on utilise plus communément pour ce type de montage des **obligations convertibles en actions** ou des **obligations remboursables en actions**.

- **Actionnaire - Associé**

Titulaire d'actions émises par une société. Appelés actionnaires dans les **sociétés anonymes (SA)** et associés dans les **sociétés par actions simplifiées (SAS)**. Disposent de différents

droits : droit à l'information, droit de vote, **droit préférentiel de souscription**, droits financiers, etc., qui sont définis par la loi, les **statuts** et les **pactes d'actionnaires**.

- **Administrateur indépendant**

Pour garantir l'indépendance du conseil d'administration ou de surveillance, les codes de gouvernance d'entreprises préconisent la présence d'administrateurs indépendants en leur sein. L'administrateur indépendant est une personne physique qui n'entretient pas de relation avec la société, son groupe, ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement. Il est généralement choisi pour sa compétence, son expérience et sa connaissance du secteur d'activité. S'il est rémunéré pour sa mission, cette rémunération ne doit pas représenter la majorité de ses revenus. S'il est intéressé au capital, cela doit être mis en place en toute transparence et dans une proportion très limitée approuvée par l'assemblée des actionnaires.

→ Cf. Guide p. 31 § 4.4

- **AGE**

Assemblée générale extraordinaire, voir **assemblée générale**.

- **AGO**

Assemblée générale ordinaire, voir **assemblée générale**.

- **Agrément**

Clause des **statuts** soumettant la cession d'actions à une autorisation préalable du **Conseil d'administration**.

La suppression de cette clause est fréquemment demandée par les investisseurs en capital-risque.

- **Ajustement du prix (ratchet)**

Mécanisme permettant de corriger a posteriori le prix de l'investissement en fonction de l'atteinte ou non de certains objectifs, qualitatifs ou quantitatifs, ou de la survenance de certains événements, tel par exemple qu'une augmentation de capital ultérieure à un prix inférieur (voir **ratchet**).

Juridiquement, ce mécanisme peut être mis en œuvre au travers de **bons de souscription d'actions**, d'engagements de cession d'actions ou de parité de conversion variable des actions.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 93 § 7

→ Cf. Guide p. 38 § 2

- **Alternext**

Marché boursier, de son vrai nom NYSE Alternext, créé par NYSE Euronext en 2005 pour répondre aux besoins des petites et moyennes entreprises nationales et internationales qui désirent bénéficier d'un accès simplifié au marché.

(source : site euronext.com)

Voir **Bourse de Valeurs, Marché organisé**.

→ Cf. Guide p. 58 § 1

- **AMF (Autorité des Marchés Financiers)**

Désigne l'Autorité des Marchés Financiers qui est une autorité administrative indépendante qui veille à renforcer l'efficacité et la transparence de la place financière française et à assurer la protection des épargnants. L'AMF est issue de la fusion en 2003

de la Commission des opérations de bourse (COB), du Conseil des marchés financiers (CMF) et du Conseil de discipline de gestion financière (CDGF).

- **Amorçage (seed capital)**

Voir **capital-risque**.

- **Anti-dilution**

Mécanisme permettant à l'investisseur de maintenir son pourcentage de détention en bénéficiant d'un droit de souscription au moins égal à celui-ci sur les tours de financement ultérieurs. Voir **droit préférentiel de souscription**. La question de la protection anti-dilution en valeur est traitée par les mécanismes d'**ajustement du prix**.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 98 § 12-7

- **Appel public à l'épargne**

Voir **Offre au public de titres financiers**.

- **Arbitrage**

Clause de résolution des conflits par un arbitre ou un collège d'arbitres. Alternative aux recours devant les tribunaux de l'ordre judiciaire. Voir **Tribunal compétent**.

- **Assemblée générale**

Les actionnaires d'une **société anonyme** prennent les décisions de leur compétence en assemblées générales d'actionnaires.

On distingue les assemblées générales ordinaires (**AGO** : approbation des comptes, nomination des membres du **conseil d'administration** ou du **conseil de surveillance**, etc.) ou extraordinaires (**AGE** : modification des **statuts**, toute décision relative à l'émission de titres de capital ou donnant accès au capital, fusion...). On appelle assemblée générale mixte une assemblée à la fois ordinaire et extraordinaire.

En principe, tous les actionnaires peuvent participer et voter dans les assemblées, chaque action donnant droit à une voix lors des votes. Les règles de convocation, de participation et de majorité (majorité simple en AGO, majorité des deux tiers en AGE) sont définies par la loi.

Dans une **société par actions simplifiée**, les décisions d'associés sont appelées décisions collectives. Elles sont prises en assemblée générale ou selon d'autres modalités prévues par les statuts.

→ Cf. Guide p. 28 § 3

- **Assemblée spéciale**

Dans les sociétés anonymes, les titulaires de chaque catégorie d'**actions de préférence** sont réunis en assemblées spéciales qui doivent autoriser toutes les modifications des droits attachés à leurs actions de préférence.

- **Assurance Personnes-Clés**

Contrat d'assurance demandé par les investisseurs pour couvrir le risque de perte de valeur de la société en cas d'accident survenant à un ou plusieurs de ses dirigeants. Ce contrat est le plus souvent passé par la société qui paie la prime et bénéficie de l'indemnité.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 95 § 9

- **Assurance responsabilité civile dirigeants**
Contrat d'assurance couvrant, au moins partiellement, la responsabilité des dirigeants et des mandataires sociaux d'une société dans leurs actes de gestion.
→ Cf. [Lettre d'intention type p. 95 § 9](#)
→ Cf. [Guide p. 31 § 4.4](#)
- **Audit**
Vérifications demandées par les investisseurs après la signature de la lettre d'intention et avant la **réalisation** de l'investissement, pendant la vie de participation ou par les candidats acquéreurs à l'occasion d'une cession. Ces audits sont le plus souvent réalisés par des experts extérieurs proposés par les investisseurs. Ces vérifications peuvent porter selon l'état d'avancement de la société et son activité sur des points très variés : comptes passés établis à une date rapprochée, situation sociale, fiscale et juridique de l'entreprise, mais aussi parfois comptes et documents prévisionnels. Enfin, selon le contexte de l'entreprise, des audits pourront être effectués sur les assurances, l'environnement, la **propriété intellectuelle**, etc.
→ Cf. [Guide p. 22 § 4.2 et p. 71 § 2.3](#)
- **Augmentation de capital**
Une augmentation de capital est une opération qui consiste à apporter des ressources nouvelles (en argent ou en nature) à une société. Ces apports sont rémunérés par l'émission d'**actions** nouvelles. Cela correspond à une augmentation des **capitaux propres**, donc de la valeur intrinsèque de l'entreprise. On peut par ailleurs augmenter le capital en y incorporant des ressources existantes (primes d'émission, réserves).
Voir **Capital – Capitaux propres**.
- **Autorisation préalable (ou approbation préalable)**
Clause des **statuts** ou du **pacte d'actionnaires** soumettant certaines décisions importantes à l'autorisation d'un organe (selon le cas, le **conseil d'administration**, le **conseil de surveillance** ou l'**assemblée générale** des actionnaires).
Il s'agit de soumettre à une délibération les décisions stratégiques et spécialement les engagements ou les modifications sortant du cours normal des affaires.
Pour renforcer l'effet de ces clauses, il peut être prévu que la majorité devant autoriser ces opérations extraordinaires sera une majorité renforcée, voire que certaines parties disposeront d'un **droit de veto**.
→ Cf. [Lettre d'intention type p. 95 et 96 § 10](#)
→ Cf. [Guide p. 29 § 4.1](#)
- **Avantages particuliers**
Droits particuliers consentis à un actionnaire. Sous certaines conditions prévues par le Code de commerce, la création de ces avantages particuliers doit faire l'objet d'un rapport d'un commissaire aux avantages particuliers, nommé spécialement pour cette mission. Ce rapport doit décrire et évaluer les avantages. Il est présenté à l'**AGE** qui vote sur la création des avantages, puis ces avantages sont inscrits dans les **statuts**.
- **Avenant**
Convention venant modifier une convention déjà conclue. L'avenant doit être signé par les parties ayant conclu l'accord initial.

B

- **Bad leaver**
Littéralement "mauvais partant" - Voir **Départ des fondateurs**.
 - **Binding / non binding**
Voir **Effet obligatoire**.
 - **Bons de souscription d'actions (BSA)**
Valeur mobilière permettant de souscrire de nouvelles actions. Le BSA peut être émis seul (bon « sec » ou autonome), ou être attaché à une action (**ABSA**) ou à une obligation (**OBBSA**). Les BSA entrent dans la catégorie des **valeurs mobilières donnant accès au capital**. En capital-risque, ils sont utilisés notamment pour les financements par **tranches** ou pour les **ajustements de prix** ainsi que pour l'investissement des cadres dirigeants.
 - **Bons de souscription de parts de créateur d'entreprise ou BSPCE ou BCE**
Droit d'accès au capital réservé aux salariés ou dirigeants de jeunes sociétés, bénéficiant d'un régime fiscal favorable et fonctionnant comme des **bons de souscriptions d'actions**.
Voir **Plan d'intéressement**.
 - **Bourse de Valeurs**
Lieu où s'échangent, par l'intermédiaire des sociétés de bourse, les valeurs mobilières émises par des sociétés. On distingue les **marchés réglementés** comme Eurolist, et les systèmes multilatéraux de négociation, organisés comme **Alternext** ou non régulés comme le Marché Libre. La cotation sur un marché boursier constitue un relais de financement et/ou une solution de liquidité pour les investisseurs. Le cours de bourse est une référence utile pour déterminer la valeur d'une société à condition que la liquidité du titre soit suffisante.
Voir aussi **Introduction en bourse, Marché réglementé, Marché organisé, Offre au public**.
→ Cf. [Guide p. 58 § 1](#)
 - **Brevet**
Titre de propriété sur une invention délivré par une administration nationale (en France, Institut National de la Propriété Industrielle) ou supranationale, assurant à l'inventeur ou au propriétaire une protection contre toute imitation et lui réservant l'exclusivité de l'exploitation industrielle. Voir aussi **Propriété intellectuelle**.
→ Cf. [Lettre d'intention type p. 98 et 99 § 13](#)
- Bridge Loan**
Voir **Prêt relais**.
- **BSA Milestones**
Bons de souscription d'actions utilisables en fonction de l'atteinte ou de la non atteinte de certains objectifs qualitatifs ou quantitatifs (voir **milestones**) ; ces BSA permettent à leurs détenteurs, en fonction de l'atteinte des milestones, soit de souscrire des actions à un prix prédéfini pour une seconde tranche d'investissement (voir **tranches**), soit en l'absence de l'atteinte des objectifs, de souscrire des actions à un prix très faible (**nominal**) pour corriger le prix du tour précédent.
→ Cf. [Lettre d'intention type p. 91 § 2](#)
→ Cf. [Guide p. 35 § 1.1](#)

- **BSA Ratchet**

Bons de souscription d'actions utilisables pour corriger le prix du tour précédent en cas de tour ultérieur réalisé à un prix inférieur (voir **down round, ratchet**) ; ces BSA donnent le droit de souscrire des actions à prix très faible (mais qui ne peut être inférieur au **nominal**).

→ Cf. Guide p. 38 § 2

- **Bulletin de souscription**

Acte formalisant la souscription d'actions ou d'autres valeurs mobilières, signé par le souscripteur et accompagné du versement du prix de souscription. Sa signature par l'investisseur réalise la souscription à l'augmentation de capital.

- **Burn Rate**

Désigne le niveau de consommation de trésorerie sur une période déterminée (mensuelle, trimestrielle ...) ; concerne des sociétés n'ayant pas encore atteint l'équilibre d'exploitation, voire qui sont encore en situation ou elles ne dégagent pas de revenus.

- **Business Angels**

Personnes physiques, souvent regroupées en association, accompagnant le fondateur en investissant leur argent personnel et en apportant leurs avis et conseils ; étant souvent eux-mêmes d'anciens dirigeants-fondateurs ayant gagné de l'argent, ils peuvent aider aux premiers développements d'une société par leur contribution financière, qui peut être obtenue plus facilement qu'auprès d'investisseurs institutionnels, mais aussi en raison de leur expertise et de leur expérience.

- **Business Plan**

Document qui présente tous les éléments de la stratégie de développement d'une entreprise sur une période d'au moins 3 années. Dans le document, les investisseurs trouvent les principales informations nécessaires à leur prise de décision d'investir tant sur le plan managérial qu'industriel, commercial et financier. Il permet d'apprécier les besoins de financement de la société. Il peut être mis en annexe de la **lettre d'intention** pour montrer qu'il a été un élément déterminant dans la décision des investisseurs de présenter une offre.

On s'y référera pour calculer l'impact de certaines clauses, notamment les **BSA milestones**.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 90 Introduction

→ Cf. Guide p. 14 § 1.1

- **Buy or sell**

Voir **Liquidité**.



- **Call**

Voir **Promesse de vente**.

- **Capital social – Capitaux propres**

Le capital social est constitué par les apports réalisés par les actionnaires à la constitution de la société ou lors des **augmentations de capital** ; il est égal à la **valeur nominale** des actions multiplié par le nombre d'actions qui composent ce capital.

Les capitaux propres désignent les ressources financières de l'entreprise apportées ou mises en réserves par ses action-

naires. Ils incorporent, en plus du capital social, d'une part les **primes d'émission** versées par les actionnaires lors des augmentations de capital, et d'autre part le résultat cumulé, positif ou négatif, qui n'a pas fait l'objet d'une distribution ou d'une incorporation dans le capital.

Les capitaux propres représentent la valeur nette comptable de l'entreprise. Comptablement, ils sont égaux à la somme des actifs diminuée de l'ensemble des dettes.

- **Capital Développement (Growth ou Expansion)**

L'entreprise a atteint son seuil de rentabilité et dégage des profits. Les fonds seront employés pour augmenter ses capacités de production et sa force de vente, développer de nouveaux produits et services, financer des acquisitions et/ou accroître son fonds de roulement.

- **Capital-risque (Venture capital)**

L'entreprise est en phase de création ou au début de son activité. Le financement est destiné au premier développement du produit et à sa première commercialisation.

Selon la maturité du projet à financer, le Capital Risque se subdivise comme suit :

- **L'Amorçage** : première phase du financement de la création d'entreprise, les fonds propres sont alloués à la recherche, l'évaluation et le développement d'un concept initial avant la phase de création. Cette phase concerne principalement les entreprises à fort contenu technologique.

- **La Création** : l'entreprise est au tout début de son activité. Le financement est destiné au démarrage de l'activité commerciale et industrielle.

- **La Post-crédation** : Correspond à un stade de croissance de l'activité commerciale et industrielle de l'entreprise précédant l'atteinte de la rentabilité.

- **Capital Transmission (BO: Buy-Out) (BI: By-In)**

Les capitaux sont destinés à permettre l'acquisition d'une entreprise existante non cotée par une équipe de dirigeants venant de la société ou de l'extérieur, aidés par des investisseurs en capital accompagnés d'investisseurs financiers. Ce type de financement recourt à la création d'une société holding, laquelle s'endette pour racheter l'entreprise cible (effet de levier).

- **Capital Retournement (Turnaround)**

Financement en fonds propres d'entreprises ayant connu des difficultés et pour lesquelles des mesures permettant le retour aux bénéfices sont identifiées et mise en œuvre.

- **Cash flow statements**

Documents financiers retraçant les flux de trésorerie positifs et négatifs, qu'ils proviennent de l'exploitation, de l'investissement ou de l'exceptionnel en vue de montrer les besoins et les ressources de financement de la société.

- **Catch up**

Voir **Rattrapage**.

- **Censeur**

Observateur. Personne assistant aux réunions du **conseil d'administration** ou éventuellement du **conseil de surveillance**, sans participer au vote sur les décisions.

→ Cf. Guide p. 29 § 4.1 et p. 31 § 4.4

- **Cession forcée**
Voir **Sortie forcée**.
- **Chef de file**
En anglais *lead investor*. En cas de tour de financement réunissant plusieurs investisseurs, c'est le principal interlocuteur de la société pour négocier les conditions du tour. C'est en général sur la base de la **lettre d'intention** qu'il a adressée à la société et que celle-ci a accepté que se déroule la négociation des documents définitifs.
→ Cf. Guide p. 22 § 4.1
- **Clause léonine**
Clause attribuant la totalité des profits à un associé, ou le protégeant totalement des pertes ; inversement, clause privant un associé de tout profit ou lui faisant supporter toutes les pertes. De telles clauses sont réputées non écrites (article 1844-1 du Code civil).
Sont cependant valables les clauses qui déterminent la participation aux profits et aux pertes de manière conventionnelle, et non proportionnelle à la quote-part dans le capital (sur ce sujet, voir : Avis et recommandations n° 2 du Comité juridique de l'AFIC, décembre 2005).
→ Cf. Guide p. 48 § 3.1
- **Clause de « respiration »**
Clause permettant à son bénéficiaire de céder librement une partie limitée des titres qu'il détient. Cette clause a pour effet de limiter l'impact de la clause d'**inaliénabilité** que les investisseurs demandent aux fondateurs et dirigeants pour s'assurer de leur complète implication. Cet assouplissement leur permet de diversifier leur patrimoine ou de se désendetter, à condition de trouver un acquéreur.
→ Cf. Lettre d'intention type p. 97 § 12-1
- **Closing**
Voir **Réalisation**.
→ Cf. Lettre d'intention type p. 91 § 2 et p. 99 § 14
→ Cf. Guide p. 23 § 4.4 (prise de participation) et p. 72 § 2.4 (sorties)
- **Co-investissement/syndication**
Réunion de plusieurs investisseurs, sans solidarité entre eux, pour assurer la totalité de l'opération de financement projetée. En général, l'un des investisseurs en est le **chef de file**.
→ Cf. Guide p. 22 § 4.1
- **Complément de prix (Earn Out)**
Complément de prix reçu par tout ou partie des vendeurs après la cession d'une société, en fonction de l'atteinte par la société, ultérieurement à ladite cession, de certains objectifs (de chiffre d'affaires, de résultats, etc.) déterminés dans le contrat de cession.
→ Cf. Guide p. 22 § 2.4
- **Conditions suspensives (ou conditions préalables)**
Conditions devant être réalisées pour qu'un engagement juridique prenne effet.
Pour un investissement de capital-risque, il s'agit notamment de la réalisation des **audits** préalables, de l'obtention des autorisations nécessaires, etc.
Une fois les conditions suspensives réalisées, l'engagement des parties prend effet. Si au contraire elles ne sont pas réalisées, les parties au bénéfice desquelles elles sont prévues ne sont pas tenues de réaliser l'opération.
→ Cf. Lettre d'intention type p. 98 et 99 § 13
→ Cf. Guide p. 22 § 4.3
- **Conflits d'intérêts**
Les mandataires sociaux (dirigeants, membres des conseils d'administration et de surveillance) doivent représenter l'intérêt de la société et tenir compte loyalement des intérêts de toutes les parties prenantes à l'accomplissement de l'objet social. Lorsque leur intérêt personnel est potentiellement en jeu, ils doivent d'une part l'indiquer et d'autre part s'abstenir de tout acte qui les favoriserait.
→ Cf. Guide p. 31 § 4.4
- **Conseil d'administration**
Organe social collégial des sociétés anonymes, dont les membres sont nommés par l'**assemblée générale** des actionnaires. Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et peut se saisir de toute question et régler les affaires de la société (art. L. 225-35 du Code de commerce). Il nomme son président, ainsi que le directeur général et les éventuels directeurs généraux délégués, qui agissent au nom de la société et qui la représentent.
Dans les **sociétés par actions simplifiées**, il est possible d'organiser dans les **statuts** un conseil d'administration. En capital-risque, la composition du conseil d'administration (nombre de membres, répartition des postes), son mode de décision (**autorisation préalable** de certaines décisions, **veto**) et son fonctionnement (fréquence des réunions, convocation, quorum) sont prédéfinis dans les accords entre actionnaires (statuts ou **pacte d'actionnaires**).
→ Cf. Lettre d'intention type p. 94 § 9
→ Cf. Guide p. 29 § 4.1
- **Conseil de surveillance**
Les sociétés anonymes peuvent être organisées soit avec un **conseil d'administration**, soit avec une organisation dite « duale », comprenant un **directoire** et un conseil de surveillance. Le conseil de surveillance exerce le contrôle de la gestion de la société par le directoire. Il donne son **autorisation préalable** à certaines décisions. Il nomme et peut révoquer (si les statuts le prévoient) les membres du directoire. Les membres du conseil de surveillance sont nommés par l'**assemblée générale** des actionnaires.
Dans les **sociétés par actions simplifiées**, il est possible d'organiser dans les **statuts** un conseil de surveillance.
→ Cf. Lettre d'intention type p. 94 § 9
→ Cf. Guide p. 29 § 4.1
- **Contrat de cession**
Contrat conclu entre les actionnaires vendeurs et l'acheteur en vue de l'achat du **capital** d'une société. En anglais, *Share Purchase Agreement* ou *SPA*.
→ Cf. Guide p. 71 § 2.4
- **Contrôle**
Le contrôle d'une société résulte de la détention de la majorité des droits de vote dans les **assemblées générales** d'actionnaires. A cette définition, la loi (art. L. 233-3 du Code de commerce) ajoute d'autres situations (pouvoir de nommer ou révoquer les

dirigeants, détermination en fait des décisions en assemblée), des présomptions de contrôle (détenue supérieure à 40 % des droits de vote, alors qu'aucun autre associé ne détient davantage de droits de vote) et tient compte des accords entre associés leur conférant conjointement le contrôle (action de concert). Il existe d'autres définitions légales du contrôle, applicables à certaines situations. On peut aussi, dans un **pacte d'actionnaires**, prévoir une définition spécifique, s'appliquant à certaines clauses du pacte (par exemple, seule la détention de la majorité des droits de vote sera considérée comme un contrôle).

- **Convention particulière**

- (**mini-pacte, engagement contractuel**)

Le **pacte d'actionnaires** intéresse avant tout les principaux actionnaires d'une société (investisseurs et fondateurs).

Il peut être jugé inutile de faire participer les plus petits actionnaires à ce pacte, afin d'alléger sa négociation et sa gestion. Cependant, pour ne pas tenir ces petits actionnaires ou les titulaires de droits d'accès au capital totalement en-dehors de l'organisation de la société, on peut leur demander de signer un pacte simplifié par lequel ils consentent notamment un droit de **préemption** et adhèrent à une clause de **sortie forcée**, et peuvent se voir consentir un droit de **sortie conjointe**. Complétant le pacte d'actionnaires, ces conventions permettent d'engager tous les actionnaires sur des engagements similaires.

→ Cf. [Lettre d'intention type p. 97 § 12](#)

- **Coup d'accordéon**

Opération financière en deux temps, comportant d'abord une réduction de capital partielle ou totale (mise à zéro un instant de raison), immédiatement suivie d'une **augmentation de capital (recapitalisation)**, le plus souvent sur une valeur décotée (*down round*). La réduction de capital permet l'apurement des pertes antérieures. L'augmentation de capital doit au minimum permettre de rétablir le montant du capital au montant minimal prévu par la loi. Les deux opérations sont liées et l'une conditionne l'autre. Quand un coup d'accordéon est demandé par un investisseur qui souhaite participer à une recapitalisation par un *down round*, il en fait une **condition suspensive** à son intervention.

- **Crédit vendeur**

Le crédit vendeur consiste à permettre à un acheteur d'acquiescer une société en ne s'acquittant que d'une partie du prix, lors de la cession, le solde étant payé à terme.

D

- **Data room**

Lieu physique ou virtuel (data room électronique) de consultation des principaux documents d'information sur une société dans le cadre d'une acquisition ou d'une levée de capitaux. L'accès à ces documents est strictement organisé pour assurer la traçabilité des consultations et des échanges et est soumis à des **accords de confidentialité**. La data room est notamment pratiquée lors d'un processus de cession afin de permettre aux candidats acquéreurs de formaliser un prix.

→ Cf. [Guide p. 71 § 2.3](#)

- **Déclarations et Garanties**

Convention conclue au bénéfice de l'acquéreur ou du souscripteur d'actions d'une société. Elle comprend une partie déclarative et descriptive de la situation de la société (par exemple, description des litiges existants, déclaration selon laquelle les comptes sont exacts et sincères...) et une partie prévoyant l'indemnisation que recevra le bénéficiaire si les déclarations se révèlent inexactes (avec des clauses de durée, de franchise, de plafond...). Elles peuvent donner lieu à un paiement d'indemnités en numéraire et/ou en actions de la société.

En capital-risque, ces déclarations et garanties sont usuellement consenties par les fondateurs aux nouveaux investisseurs, au moment de la souscription les faisant entrer dans le capital.

→ Cf. [Lettre d'intention type p. 94 § 8](#)

→ Cf. [Guide p. 22 § 4.2 et p. 71 § 2.4](#)

- **Départ des fondateurs / dirigeants**

La décision d'investir et les conditions de l'investissement, notamment en termes de valorisation, sont dans la plupart des cas liées à la présence des fondateurs, ou généralement des dirigeants, et à leur engagement de contribuer durablement au développement de la société en y consacrant l'**exclusivité** de leur activité professionnelle ; en cas de départ de fondateurs, il est prévu diverses dispositions au bénéfice de la société et/ou de (tout ou partie de) ses actionnaires, notamment l'obligation de céder les actions détenues par les fondateurs partants, à des conditions de prix déterminées ou déterminables ; ces conditions de prix peuvent varier selon que le départ s'effectue de façon amiable (« *good leaver* ») ou résulte d'un fait portant atteinte à la société (« *bad leaver* »). Le départ du (ou d'un certain nombre de) fondateur(s) a généralement un effet sur les clauses de **vesting** et peut également déclencher une accélération des clauses de **liquidité**.

→ Cf. [Lettre d'intention type p. 27 § 12-6](#)

- **Dilution**

Diminution de la quote-part détenue du capital. Lorsqu'un actionnaire qui détient un certain pourcentage du capital ne participe pas à une émission d'actions au moins à hauteur de ce pourcentage, sa part dans le capital se trouve diluée.

Voir **Anti-dilution, Relution, Pleinement dilué, Non dilué**. On parle aussi parfois de dilution en valeur, lorsque la valeur de la participation d'un actionnaire diminue du fait d'une nouvelle opération sur le capital, réalisée à un prix moins élevé que celui payé par cet actionnaire : voir **Ajustement du prix**.

→ Cf. [Guide p. 38 § 2](#)

- **Directoire**

Dans les sociétés anonymes, organe collégial gérant les affaires de la société, sous le contrôle du **conseil de surveillance**. Le président du directoire, et le cas échéant les directeurs généraux nommés parmi les membres du directoire, ont le pouvoir d'engager la société.

→ Cf. [Lettre d'intention type p. 94 § 9](#)

→ Cf. [Guide p. 29 § 4.1](#)

- **Dividendes**

Distribution aux actionnaires des bénéfices réalisés par la société.

- **Double dip**
Voir **Actions de préférence** (mécanisme de préférence cumulatif).
- **Down Round**
Voir **Tour décoté**.
- **Drag along**
Littéralement « tirer avec ». Voir **Sortie forcée**.
- **Droit de préemption**
Voir **Préemption**.
→ Cf. **Lettre d'intention type p. 97 § 12-2**
- **Droit de sortie**
Droit pour l'investisseur de demander la liquidité sur son investissement, c'est-à-dire la possibilité de le vendre. Classiquement, ce droit est prévu en cas de départ du (des) fondateur(s), de cession d'une majorité (ou d'une minorité de blocage) à un (nouvel) actionnaire, d'entrée d'un industriel, ou encore de détention de la participation depuis un certain délai (clause de *buy or sell*), etc. Voir aussi **Sortie conjointe, Sortie forcée**.
→ Cf. **Lettre d'intention type p. 97 et 98 § 12**
- **Droit d'entraînement**
Voir **Sortie forcée**.
→ Cf. **Lettre d'intention type p. 97 § 12-6**
- **Droit d'information**
Voir **Information des administrateurs ou des investisseurs**.
→ Cf. **Lettre d'intention type p. 96 § 11**
- **Droit préférentiel de souscription (DPS)**
Droit qu'ont les actionnaires d'une société de participer à toute nouvelle augmentation du capital ou émission de **valeurs mobilières donnant accès au capital (VMDAC)**. Les titulaires de VMDAC disposent également de certains droits dans une telle situation.
Ce droit prévu par la loi (articles L. 225-132 et s. du Code de commerce) est proportionnel à la quote-part du capital détenue (un actionnaire détenant 10 % du capital peut souscrire 10 % de l'augmentation de capital). Il peut être exercé pour cette quote-part (à titre irréductible), ou au-delà de celle-ci dans le cas où certains actionnaires ne participent pas (à titre réductible). Ce type d'opération est dit « non réservé » ou ouvert aux actionnaires. Chacun peut alors exercer son DPS ou y renoncer à titre individuel, voire le transférer (sous réserve des clauses des **statuts** ou du **pacte d'actionnaires** restreignant les transferts de ces droits).
Le DPS peut également être supprimé par **l'assemblée générale**, qui réserve alors l'émission des nouveaux titres ou VMDAC à un ou plusieurs actionnaires ou tiers, ou à une catégorie de personnes. Ce type d'opération est dit « réservé ».
En capital-risque, comme les fondateurs n'ont souvent pas les moyens de financer le développement de la société, il est fréquent que le DPS soit supprimé au profit des nouveaux investisseurs.
Les investisseurs demandent quant à eux souvent une clause de renforcement de leur DPS, leur assurant le droit de participer aux nouveaux tours de table au prorata de leur participation

ou par priorité par rapport à tous nouveaux entrants (droit de priorité sur les nouveaux financements).

Voir **Anti-dilution**.

→ Cf. **Lettre d'intention type p. 98 § 12-7**

→ Cf. **Guide p. 35 § 1.1**

- **Droit de veto**
Droit permettant de bloquer la prise d'une décision.
Voir **Autorisation préalable**.
→ Cf. **Guide p. 33 § 4.5**
- **Due Diligence**
Voir **Audit**.
→ Cf. **Lettre d'intention type p. 98 § 13**

E

- **Early Stage**
Voir **capital-risque**.
- **Earn-out**
Complément de prix reçu par tout ou partie des vendeurs après la réalisation d'une cession de société, en fonction de l'atteinte de certains objectifs déterminés dans le **contrat de cession**.
→ Cf. **Guide p. 71 § 2.4**
- **Effet obligatoire**
Les conventions obligent les parties qui les ont conclues. Cet effet obligatoire peut être écarté dans certains documents juridiques tels que les **lettres d'intention**, les lettres d'intérêt ou autres term sheet, qui sont des documents préparatoires définissant les étapes en vue d'arriver à la réalisation d'une transaction. Ces documents (tels que la lettre d'intention type) expriment l'intention commune des parties de consacrer les efforts nécessaires en vue de réaliser l'opération, mais celles-ci peuvent renoncer à cette réalisation sans dédit ou pénalité. L'intention des parties quant au caractère liant ou non liant (*binding / non binding*) de leurs conventions doit être clairement exprimée.
Même s'ils n'ont pas de caractère liant quant à la réalisation de l'investissement, les documents préparatoires comprennent souvent quelques prescriptions obligatoires (confidentialité, **exclusivité** des négociations). Les documents préparatoires, même sans caractère liant, doivent être exécutés de bonne foi et ne pas être rompus de manière abusive.
→ Cf. **Lettre d'intention type p. 100 § 18**
→ Cf. **Guide p. 20 § 3.1**
- **Engagement Contractuel**
Voir **Convention particulière (mini-pacte)**.
- **Engagement de conservation**
En anglais *lock-up*. Restriction imposée aux actionnaires d'une société lors de son **introduction en bourse** afin d'éviter un déséquilibre du marché entre l'offre et la demande de titres. Ce blocage, temporaire, porte généralement sur une fraction des titres détenus et se réduit avec le temps. Il est généralement plus long pour les dirigeants de la société. Des exceptions peuvent être prévues (offre publique, animation du marché...).

Un autre type d'engagement de conservation, propre aux sociétés non cotées, consiste dans les engagements d'**inaliénabilité** imposés aux fondateurs et dirigeants.

→ Cf. Guide p. 58 § 1.4

- **Euronext**

Marché boursier, de son vrai nom NYSE Euronext, qui est la redénomination de l'Eurolist, créé suite à la fusion en 2005 en une cote unique du Premier Marché, Second Marché et Nouveau Marché. Marché réglementé au sens des directives européennes.

Voir **Bourse de valeurs, Marché réglementé**.

→ Cf. Guide p. 58 § 1

- **Escrow**

Voir **Séquestre**.

- **Executive Summary**

Voir **Présentation résumée**.

- **Exclusivité (des dirigeants)**

Clause par laquelle un dirigeant ou employé de la société s'engage à consacrer toute son activité professionnelle à la société. Ces clauses figurent dans les contrats de travail et/ou dans les **pactes d'actionnaires** et sont usuellement complétées par une clause de **non-concurrence**.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 95 § 9

- **Exclusivité (des négociations)**

Clause interdisant à une partie ayant conclu un accord préparatoire (tel que la **lettre d'intention** type ou un **protocole d'investissement**) d'engager ou de poursuivre des négociations avec des tiers en vue de réaliser une opération similaire. L'existence et la durée de la clause d'exclusivité se justifient compte tenu des efforts entrepris par les investisseurs en vue d'étudier et de réaliser l'investissement. Comme elle interdit à la société de rechercher d'autres sources de financement, elle doit être employée avec mesure lorsque la société est en difficulté financière et les investisseurs doivent pouvoir y mettre fin lorsqu'ils abandonnent leur projet d'investissement.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 99 § 14

→ Cf. Guide p. 20 § 3.1 et p. 69 § 2.3

- **Fonds Commun de Placement à Risque (FCPR)**

Type de **fonds d'investissement** réglementé par la loi française. Le FCPR regroupe des investisseurs qui s'engagent à lui apporter des capitaux en vue de leur placement, sous un régime fiscal spécifique. Le FCPR, qui n'a pas de personnalité morale, est géré par une société de gestion, agréée par l'Autorité des marchés financiers (AMF). La société de gestion agit au nom et pour le compte du FCPR, le représente et l'engage. Un FCPR doit investir dans des participations au capital de sociétés, en respectant certains quotas selon les types d'investissement (sociétés ayant leur siège dans l'Union Européenne, titres non admis aux négociations sur un marché réglementé,...).

- **Fonds Commun de Placement dans l'Innovation (FCPI)**

Type de FCPR devant investir à hauteur d'un quota minimum dans des entreprises innovantes. Les souscripteurs des FCPI, qui sont essentiellement des personnes physiques, bénéficient d'un avantage fiscal au titre de l'IR et/ou de l'ISF.

- **Fonds d'Investissement de Proximité (FIP)**

Créés par la loi de finances de 2003, les FIP sont des FCPR permettant à leurs souscripteurs d'accéder au marché du financement des sociétés non cotées qui s'adresse essentiellement aux personnes physiques, en leur offrant un avantage fiscal au titre de l'IR et/ou l'ISF. Un pourcentage de 60 % de l'actif doit être investi dans des PME situées dans au maximum quatre régions limitrophes.

- **Full Ratchet**

Mécanisme d'ajustement de prix qui permet, en cas de **down round** (tour décoté), à l'investisseur qui en bénéficie d'obtenir un prix de revient par titre égal à la valeur la plus basse utilisée pour une opération de levée de fonds réalisée ultérieurement à son investissement.

Contrairement au **weighted average**, le Full Ratchet ne tient compte que de la dernière opération réalisée et ne tient pas compte de la taille respective des différentes opérations.

→ Cf. Guide p. 38 § 2

- **Fully Diluted**

Voir **Pleinement dilué**.

F

- **Fonds d'Investissement**

Les investisseurs en Capital Investissement sont souvent réunis sous la forme juridique de fonds d'investissement, qui regroupent eux-mêmes les engagements (les « *commitments* ») souscrite par les investisseurs ou porteurs de parts (en anglais *Limited Partners* ou *LPs*) que les **gérants de fonds** ou sociétés de gestion (en anglais *General Partners* ou *GPs*) peuvent appeler et investir, de manière discrétionnaire, conformément au règlement du fonds.

Les **FCPR**, **FCPI** et **FIP** sont les formes de fonds d'investissement les plus fréquentes en France. Leurs sociétés de gestion sont agréées par l'**AMF**.

Il existe aussi d'autres structures d'investissement telles que les sociétés de Capital Risque (SCR).

G

- **Garanties de passif**

Voir **Déclarations et garanties**.

- **Gérants de Fonds (sociétés de gestion de portefeuille)**

Les gérants des **fonds d'investissement** prennent les décisions d'investissement, de suivi et de cession, de participations, pour le compte des fonds qu'ils gèrent. On les appelle également sociétés de gestion de portefeuille et en anglais *General Partners* ou *GPs*. Les gérants gèrent les fonds dans le cadre fixé par le règlement du fonds, qui définit les orientations stratégiques et les modalités de fonctionnement du fonds, et qui est adopté par les porteurs de parts des fonds.

Une même société de gestion peut gérer plusieurs fonds à la fois.

- **Good leaver**
Littéralement « bon partant » - Voir **Départ des fondateurs**.
- **Gouvernance**
La gouvernance (ou gouvernement d'entreprise) désigne les mesures mises en place afin d'assurer le bon fonctionnement et le contrôle d'une entreprise.
→ Cf. Guide p. 24
- **Gré à gré**
Transaction affectant les titres d'une société cotée réalisée hors marché entre différentes parties dont tous les termes du contrat sont négociés librement.
→ Cf. Guide p. 65 § 1.4
- **Green shoe**
La technique *green shoe*, du nom de la première entreprise l'ayant utilisée, permet de réguler le cours de bourse d'une action au moment de son introduction en bourse. L'entreprise donne à la banque introductrice l'option d'acheter une quantité de titres supérieure à ce qui était initialement prévu. Si la demande de titres est forte, la banque pourra ainsi allouer plus de titres aux investisseurs en exerçant son option. Dans le cas opposé, la banque n'exerce pas son option et achète les titres dont elle a besoin sur le marché ce qui a pour effet de maintenir le cours. (source : vernimmen.net)
→ Cf. Guide p. 65 § 1.4
- **Information des investisseurs**
Qu'ils participent ou non au **conseil d'administration ou de surveillance** de la société, les investisseurs demandent à recevoir certaines informations (financières, commerciales, juridiques,...) en complément des seules informations prévues par la loi pour tous les actionnaires. Les sociétés financées par le capital-risque sont ainsi amenées à mettre en place un reporting mensuel, trimestriel et annuel plus complet permettant de suivre l'évolution de la société. Usuellement, les investisseurs demandent également un droit de faire auditer la société.
→ Cf. Lettre d'intention type p. 96 § 11
→ Cf. Guide p. 28 § 3.1
- **Intermédiaire**
Désigne une banque d'affaires, un cabinet conseil, une personne physique ou toute structure servant d'interlocuteur pour représenter les actionnaires dans le cadre de la cession ou de l'acquisition d'une société, ou pour référencer une société dans le cadre de la levée de fonds.
→ Cf. Guide p. 20 § 1.3 et p. 67 § 2.2
- **Introduction en bourse**
En anglais **IPO** (*Initial Public Offering*). Admission des actions qui forment le capital d'une société à la négociation sur une **bourse de valeurs**. Sur un **marché réglementé** et sur un **marché régulé**, cette opération nécessitera le visa de l'autorité compétente, en France, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).
Étape clé dans la vie d'une société car elle permet à la société et à ses actionnaires de trouver une source de financement (placement primaire) et/ou une solution, au moins partielle, de **liquidité** (placement secondaire).
→ Cf. Guide p. 58 § 1
- **IPO (initial public offering)**
Voir **Introduction en bourse**.

H

- **Holding ISF (Impôt de Solidarité sur la Fortune)**
La Holding ISF permet au contribuable d'obtenir une réduction d'impôts au titre de l'ISF.
Les fonds investis dans une Holding ISF doivent être immédiatement investis dans des PME pour une durée minimale de 5 ans. Dans le cas contraire, la cession ou le rachat des titres souscrits lors de l'investissement dans la holding entraînerait la remise en cause de la réduction d'ISF.

I

- **Inaliénabilité**
Incessibilité. Clause interdisant la cession ou toute autre forme de transfert d'un bien, par exemple des actions. En capital-risque, engagement souvent demandé aux fondateurs pour s'assurer de leur engagement dans la société pendant une durée minimale (usuellement de 3 à 5 ans). Voir aussi **Clause de respiration**.
→ Cf. Lettre d'intention type p. 97 § 12-1
- **Information des administrateurs (Board Pack)**
Juridiquement, tout administrateur a droit à l'information nécessaire pour la prise des décisions de la compétence du conseil d'administration. Ce droit est souvent précisé dans le **pacte d'actionnaires** et le format de ce *reporting* fait l'objet d'un accord entre la société et les investisseurs. Généralement remis mensuellement aux membres du conseil, le *Board Pack* est un rapport offrant une vision précise de la gestion des comptes, des risques et des performances de la société administrée.
→ Cf. Guide p. 33 § 4.5
- **Lead Investor**
Investisseur **chef de file** (voir ce mot).
- **Lettre d'intention**
La lettre d'intention, dont un modèle figure dans le présent Guide, a pour objet la réalisation d'un investissement de capital-risque dans une société de croissance. Elle décrit les principales conditions et modalités selon lesquelles l'investissement pourrait être réalisé. Elle est émise par un ou plusieurs investisseurs qui participeraient au financement, et doit être acceptée par la société concernée et par ses principaux actionnaires qui devront décider l'opération.
Termes équivalents : *term sheet*, *letter of intent*, memorandum d'accord...
D'un point de vue juridique, la lettre d'intention est un document exprimant l'intention de son émetteur en vue de réaliser une opération. Des lors qu'elle est acceptée par ses destinataires, les parties vont travailler ensemble en vue de réaliser l'opération dans les termes prévus, mais sans être liés définitivement (absence d'**effet obligatoire**).
Voir aussi **Protocole d'investissement**.
→ Cf. Lettre d'intention type p. 90 Introduction et p. 100 et 101 § 18, 19
→ Cf. Guide p. 20 § 3

L



- **Licence**
Contrat par lequel le propriétaire d'un actif incorporel, brevet, savoir-faire, marque... autorise un licencié à utiliser cet actif en contrepartie, généralement, du versement d'une redevance (royaltie).
- **Limited Partners**
Voir **Fonds d'investissement**.
- **Liquidation**
Dernière phase de la vie d'une société, faisant suite à sa dissolution. L'actif de la société est alors réalisé, en vue de désintéresser ses créanciers, puis de distribuer le solde disponible (le boni de liquidation) entre ses actionnaires. En capital-risque, cette répartition entre actionnaires tient compte des droits de **répartition préférentielle** consentis aux investisseurs en vue de récupérer leur investissement.
→ Cf. Guide p. 47 § 3
- **Liquidation preference**
Voir **Répartition préférentielle**.
- **Liquidité**
Étape ultime pour l'investisseur, lui permettant de céder les valeurs mobilières qu'il aura détenues et de recevoir en contrepartie le prix. La liquidité de son investissement est dans tous les cas l'objectif final de l'investisseur.
Seront fixés de manière plus ou moins précise dans la **lettre d'intention** puis dans le **pacte d'actionnaires** un horizon pour réaliser cette liquidité, les conditions essentielles de préparation à cette étape (évaluation de l'entreprise, mandat confié à un tiers en vue de la cession (**mandat de vente**) ou de l'**introduction en bourse** de la société), et les engagements des différents actionnaires (**sortie forcée**). Une variante consiste à forcer les fondateurs soit à acheter la participation des investisseurs, soit à céder leur propre participation (**buy or sell**).
En cas de liquidité par introduction en bourse, les actionnaires pourront subir des contraintes liées à l'organisation du marché boursier (**engagement de conservation** ou *lock-up*).
La liquidité peut également être apportée par un reclassement de participations auprès d'autres investisseurs financiers.
→ Cf. Lettre d'intention type p. 97 § 12-5
→ Cf. Guide p. 57
- **Listing sponsor**
Le listing sponsor est un établissement financier qui intervient aux côtés de l'entreprise pour l'accompagner dans la préparation de sa cotation et l'assister durant son parcours boursier. Sa présence est obligatoire pour toute société cotée sur Alternext. Il contribue au respect, par l'entreprise, de ses engagements de transparence à l'égard du marché et l'accompagne dans la mise en œuvre de ses obligations.
→ Cf. Guide p. 58 et 59 § 1.2 et 1.3
- **Lock Up**
Voir **Engagement de conservation**.
- **Mandat de vente**
Acte signé par une majorité ou la totalité des actionnaires de la société avec une banque-conseil, donnant mandat à celle-ci de rechercher un acquéreur pour tout ou partie du capital de la société. La société est en général partie à l'acte dans la mesure où l'exécution du mandat suppose une participation active de celle-ci, notamment en terme d'informations, et où l'acquisition peut avoir des conséquences importantes pour la société elle-même, notamment en cas d'adossement à un groupe du secteur.
Le mandat est un contrat par lequel une personne (le mandant) confère à une autre (le **mandataire**) le pouvoir d'effectuer en son nom un acte juridique ou une démarche commerciale.
Voir **Liquidité, Sortie forcée, Sortie conjointe**.
- **Marché organisé (ou régulé)**
Type de marché financier de valeurs mobilières, dont l'appellation précise est « système multilatéral de négociation organisé ». **Alternext** (géré par NYSE Euronext), contrairement au marché libre ou à certaines plateformes de négociations, est un marché organisé, mais la réglementation spécifique de ce type de marché est moins contraignante que celle des **marchés réglementés**. Voir aussi **Bourse de valeurs**.
Voir aussi **Bourse de valeurs, Marché réglementé**.
→ Cf. Guide p. 58 § 1.1
- **Marché réglementé**
Marché financier de valeurs mobilières au comptant, ou « cote officielle », tel qu'**Euronext**. Les sociétés peuvent accéder à un marché réglementé en menant à bien une procédure d'**introduction en bourse**, sous réserve de leur admission par l'entreprise de marché (NYSE Euronext s'agissant du marché Euronext) et du contrôle de l'**Autorité des Marchés Financiers** (AMF). Les sociétés admises à la cotation d'un marché réglementé font une **offre au public de titres financiers**. Ces sociétés sont soumises à certaines obligations renforcées, notamment en vue de l'information de leurs actionnaires.
Voir aussi **Bourse de valeurs, Marché organisé**.
→ Cf. Guide p. 58 § 1.1
- **Masse**
Regroupement des titulaires d'**obligations** ou de **valeurs mobilières donnant accès au capital**. La masse doit en principe désigner un représentant et être réunie en assemblée (fonctionnant de manière similaire aux **assemblées générales** d'actionnaires) pour prendre certaines décisions ou autoriser certaines opérations pouvant influencer sur les droits des titulaires.
- **Material adverse change (MAC)**
Événement ayant des conséquences défavorables importantes. Ce concept est souvent utilisé dans le cadre des **conditions suspensives** : les engagements sont pris sous réserve que, d'ici à la réalisation de l'opération, il ne survienne pas un tel événement.
→ Cf. Lettre d'intention type p. 98 et 99 § 13
→ Cf. Guide p. 23 § 4.3 (prise de participation) et p. 71 § 2.4 (cession)

- **Memorandum d'information**

Aussi appelé Info Memo ou *Placement Memorandum*. Document le plus exhaustif possible décrivant l'activité, l'organisation, le potentiel et les principaux résultats de l'entreprise, il est destiné à être envoyé aux investisseurs susceptibles d'apporter des capitaux à l'entreprise comme aux possibles acquéreurs de l'entreprise. Il intègre le plus souvent le *Business plan*. En cas d'**introduction en bourse**, le document d'information s'appelle un prospectus et est selon les cas soumis au visa de l'AMF.

→ Cf. Guide p. 20 § 1.3 (prise de participation) et p. 71 § 2.3 (cession)

- **Milestone**

Littéralement « borne ». Sert à désigner les objectifs qui serviront de critères pour le déclenchement de certaines clauses telles que complément de prix, libération d'une tranche complémentaire, etc.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 91 § 2

→ Cf. Guide p. 35 § 1.1

N

- **NDA**

Non *Disclosure Agreement*. Voir **Accord de confidentialité**.

- **New Money**

Littéralement « argent nouveau », apporté pour financer le développement d'une société. Cela comprend les apports en numéraire réalisés sous toutes les formes juridiquement possibles (**augmentation de capital**, émission d'**obligations** ou de **valeurs mobilières donnant accès au capital**). A contrario, en sont exclus les apports déjà inscrits dans le passif de la société, comme par exemple la consolidation de comptes courants d'actionnaires, ainsi que les apports en nature.

- **Nominal**

Valeur nominale d'une action (ou « pair »), inscrite dans les statuts de la société ou obtenue en divisant le montant du capital social par le nombre d'actions existantes ; voir aussi **Prime d'émission, Capital social**.

- **Non-concurrence**

Clause interdisant à un dirigeant ou employé de la société d'exercer ou de participer à une activité identique ou concurrente de celle de la société. Ces clauses figurent dans les contrats de travail et/ou dans les **pactes d'actionnaires** et sont usuellement complétées par une clause d'**exclusivité**.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 94 et 95 § 9 et p. 97 § 12-6

- **Non-sollicitation**

Clause souvent utilisée en complément de la clause de **non concurrence**. Elle prévoit notamment de protéger l'entreprise contre un comportement déloyal qui consisterait, pour ceux ayant eu accès à de l'information privilégiée, à débaucher les personnes clés d'une société ou à contacter ses clients et ses fournisseurs. Elle assure donc la loyauté des signataires, ainsi engagés, vis-à-vis de la société elle-même et de ses dirigeants et actionnaires.

- **Non dilué**

En anglais *Non diluted*. Présentation de la **table de capitalisation** ne prenant en compte que les actions effectivement créées et souscrites, même si elles ne sont que partiellement libérées. Cette présentation pourra faire apparaître plusieurs catégories d'actions, mais pour le calcul du nombre d'actions on ne retiendra, le cas échéant, que les actions existantes sans prendre en compte les parités de conversion des actions ou les droits d'accès au capital qui ne sont pas encore exercés, s'il en existe. Voir **Pleinement dilué**.

→ Cf. Guide p. 18 § 2.3

- **Non diluted**

Voir **Non dilué**.

O

- **Obligations**

En dehors du sens commun (engagement liant une personne), les obligations sont des titres de créance émis par une société. Un emprunt obligataire constitue une dette de la société, portant intérêt et devant être remboursée à son échéance. L'obligation peut être assortie d'un mécanisme d'accès au capital de la société : voir **OBSA, OCA, ORA**. Les titulaires d'une catégorie d'obligations constituent une **masse**.

- **Obligations à bons de souscription d'actions (OBSA)**

Type de **valeur mobilière donnant accès au capital**, émis par la société et souscrit par un investisseur, se composant :

- d'un titre de créance (**obligation**)
- d'un **bon de souscription d'action(s) de la société (BSA)**.

L'obligation est une dette de la société, portant intérêt. Les investisseurs peuvent souscrire des actions en exerçant les BSA.

- **Obligations convertibles en actions (OCA)**

Type de **valeur mobilière donnant accès au capital**, émis par la société et souscrit par un investisseur, se composant :

- d'un titre de créance (**obligation**)
- de la faculté de convertir cette créance en actions de la société.

Tant qu'elle n'est pas convertie, l'OCA est une dette de la société, portant intérêt.

- **Obligations remboursables en actions (ORA)**

Type de **valeur mobilière donnant accès au capital**, émis par la société et souscrit par un investisseur, se composant :

- d'un titre de créance (**obligation**)
- lequel sera remboursé à terme en actions de la société, et non en numéraire.

Tant qu'elle n'est pas remboursée en actions, l'ORA est une dette de la société, portant intérêt.

- **Offre au public de titres financiers**

Anciennement appel public à l'épargne. Financement d'une société par placement de ses actions auprès du public. Par extension, cotation de ces titres sur un marché boursier. L'offre de titres au public est une opération réglementée et contrôlée, en France, par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), et les sociétés qui le pratiquent sont soumises à des obligations renforcées.

Le financement en Capital Risque ne constitue en principe pas une offre au public de titres financiers. Ce n'est que lors d'une phase plus avancée de leur développement que les sociétés ayant recouru au financement par le Capital Risque peuvent se financer sur les marchés de capitaux et font alors l'objet d'une **introduction en bourse** et/ou d'une offre au public.

Voir aussi **Introduction en bourse, Bourse de valeurs, Marché réglementé, Marché organisé.**

→ Cf. Guide p. 58 § 1

- **Options de souscription ou d'achat d'actions (*stock options*)**

Type de droits d'accès au capital réservé aux salariés et aux dirigeants d'une société et de ses filiales, réglementés par le Code de commerce et bénéficiant d'un régime fiscal spécifique. Voir **Plan d'intéressement.**

P

- **Pacte d'actionnaires**

Convention conclue entre les actionnaires de la société (fondateurs et investisseurs) pour organiser leurs relations en tant qu'actionnaires.

Le pacte d'actionnaires complète les **statuts** et définit certains droits et obligations des parties. Habituellement, il comprend des clauses sur l'organisation des organes de la société, la prise des décisions stratégiques et l'information (voir **conseil d'administration, autorisation préalable** et **information des investisseurs**), et des clauses encadrant les cessions d'actions (voir **préemption, droit de sortie conjointe, droit de sortie forcée, départ des fondateurs**). Voir aussi **Statuts, Convention particulière** (mini pacte ou engagement contractuel).

→ Cf. **Lettre d'intention type p. 94 à 98 § 9 à 12**

- **Pair**

Voir **Valeur nominale.**

- **Pari Passu**

Clause d'un contrat assurant à son bénéficiaire qu'il bénéficiera d'une égalité de traitement par rapport aux autres parties se trouvant dans la même situation (entre actionnaires, entre catégories d'actionnaires, entre obligataires, etc.).

- **Partage de la performance**

En anglais *profit sharing*. Mécanisme de partage du profit ou de la plus-value des actionnaires au-delà d'un certain niveau de résultat ou d'un certain rendement en cas de cession de la société. Peut être considéré comme un mécanisme de **répartition préférentielle du prix** ou d'**ajustement de prix** à la hausse, susceptible selon les cas de jouer en faveur des investisseurs ou des fondateurs.

→ Cf. Guide p. 47 § 3

- **Pay to play**

Littéralement « payer pour jouer ». Clause par laquelle certains des droits reconnus aux investisseurs, et notamment les droits d'**ajustement du prix**, ne sont exerçables que par ceux d'entre eux qui participent au(x) tour(s) de financement suivant(s).

→ Cf. Guide p. 47 § 2.4

- **P.I.P.E. (*Private Investment in Public Equity*)**

Investissement par des fonds ou des institutionnels dans une société cotée sans passer par l'**offre au public de titres financiers**. L'avantage pour la société vis-à-vis d'un tel financement est de mobiliser rapidement des montants à une valorisation négociée.

- **Placement privé**

Opération d'émission de titres par une société cotée sans recours à une offre au public mais donnant lieu à une introduction sur un marché boursier (**Alternext**) ou sur le compartiment professionnel sur **Euronext**. L'offre de titres est alors faite au profit d'un nombre limité d'investisseurs.

- **Plan de financement**

C'est un document financier essentiel du projet ou de l'entreprise qui présente à la fois la variation des éléments composant l'actif de la société, c'est-à-dire ses emplois, et la variation des éléments constituant le passif de la société, c'est-à-dire ses ressources, sur une période pluri annuelle.

Ainsi, le plan de financement qui peut être détaillé par exercice ou par période plus courte, permet d'anticiper et de calculer les besoins de financement.

- **Plan d'intéressement**

Droits d'accès au capital attribués aux dirigeants et au personnel de la société, de sorte qu'ils puissent participer à la création de valeur pour les actionnaires. Les dirigeants et salariés se voient reconnaître le droit de souscrire ou d'acquérir dans le futur un certain nombre d'actions de la société.

Il existe plusieurs mécanismes ayant des régimes juridiques et fiscaux différents (**BSPCE, options de souscription ou d'achat d'actions, BSA, actions gratuites, promesses de vente d'actions...**), qui sont choisis notamment en fonction de la structure de la société.

Voir aussi **Vesting.**

→ Cf. **Lettre d'intention type p. 92 § 4**

→ Cf. Guide p. 19 § 2.4

- **Pleinement dilué**

En anglais *Fully diluted*. Présentation de la **table de capitalisation** de la société prenant en compte toutes les valeurs mobilières ou tous les mécanismes donnant accès au capital, même de manière différée. Se dit aussi d'un calcul établi sur ces bases. Voir **Non dilué.**

→ Cf. Guide p. 18 § 2.3

- **Post-Money Valuation**

Littéralement : valorisation après (apport d') argent. Valorisation d'une entreprise après l'entrée au capital du ou des investisseurs.

Valorisation *post money* = Valorisation *pre-money* + capitaux apportés.

On notera que cette définition induit que les titres ou options créés concomitamment à l'opération seront considérés comme antérieurs à l'opération.

→ Cf. **Lettre d'intention type p. 91 § 3**

→ Cf. Guide p. 18 § 2.3 et p. 38 § 2

- **Pre-Money Valuation**
Littéralement : valorisation avant (apport d') argent. Valorisation d'une entreprise avant l'entrée des investisseurs au capital.
→ Cf. **Lettre d'intention type p. 91 § 3**
→ Cf. **Guide p. 18 § 2.3 et p. 38 § 2**
- **Préemption**
Droit de priorité permettant à son titulaire de racheter les actions qu'un actionnaire souhaite céder, de préférence à des tiers non actionnaires et/ou à d'autres actionnaires.
Ce droit permet de contrôler la composition du capital tout en laissant la possibilité à un actionnaire de chercher un acheteur pour ses titres. On peut prévoir des rangs de priorité selon le groupe auquel appartient le cédant (fondateur ou investisseur). Il est usuel de prévoir des exceptions (par exemple, cession à l'intérieur d'un groupe de sociétés). Ce droit est prévu dans les **statuts** ou dans le **pacte d'actionnaires**.
→ Cf. **Lettre d'intention type p. 97 § 12-2**
- **Preferred shares**
Littéralement actions préférentielles.
Voir **Actions de préférence**.
- **Présentation résumée (Executive summary ou Teaser)**
Document très court, généralement constitué de deux pages, rédigé en vue d'une levée de fonds, qui permet de faire une présentation générale de l'entreprise et de son projet, du financement recherché et des objectifs visés. L'*executive summary* ou *teaser* permet très rapidement à l'investisseur potentiel de valider la pertinence du projet par rapport à sa politique d'investissement (secteur, montant, maturité...) et lui permet d'aller plus loin dans l'instruction du projet, en se faisant communiquer un dossier plus détaillé (**business plan**), éventuellement après signature d'un **accord de confidentialité**.
→ Cf. **Guide p. 14 § 1.1 et p. 16 § 1.3**
- **Prestataire de services d'Investissement (PSI)**
Les Prestataires de Services d'Investissement (PSI) sont les entreprises d'investissement et les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement, à savoir : réception transmission d'ordres pour le compte de tiers, exécution d'ordres pour le compte de tiers, négociation pour compte propre, gestion de portefeuille pour le compte de tiers, prise ferme, placement.
- **Prêt-relais**
En anglais *Bridge Loan*. Désigne une avance d'actionnaire effectuée en anticipation d'un tour de financement à venir.
Cette avance, de durée courte, a vocation à être consolidée dans le cadre du tour de financement à venir, dans les mêmes conditions que ce dernier. Eventuellement une certaine décote sur le prix du tour à venir pourra être admise pour « rémunérer » le risque différentiel pris par l'investisseur ayant consenti une telle avance.
→ Cf. **Guide p. 35 § 1.1**
- **Prime d'émission**
Les actions sont émises à un prix d'émission qui peut être juridiquement et comptablement décomposé en deux parties : la **valeur nominale** et la prime d'émission. La valeur nominale correspond à la division du capital social par le nombre d'actions et peut être fixée par les statuts. Le prix d'émission d'une action ne peut être inférieur à la valeur nominale, mais celle-ci peut être libérée (versée) en plusieurs fois.

La prime d'émission correspond à la différence entre la valeur nominale et le prix d'émission. Elle est inscrite dans un compte spécial du bilan et fait partie des capitaux propres. Elle est librement fixée par l'**AGE** mais doit être libérée en une fois. La prime d'émission fait partie des capitaux propres. Les investisseurs, lorsqu'ils paient une prime d'émission, peuvent demander des droits préférentiels sur cette prime en cas de distribution de cette prime, de cession ou de liquidation de la société.

Voir **Augmentation de capital, Capital, Nominal**.

- **Profit sharing**
Voir **Partage de la performance, Répartition préférentielle du prix**.
- **Promesse d'achat**
Engagement d'acheter des actions, autrement dit option de vente ou en anglais *Put*. Le promettant consent à un bénéficiaire la promesse qu'il lui achètera un certain nombre de ses actions, à un prix déterminé (fixé) ou déterminable (en fonction de critères liés à l'activité ou aux résultats de la société, à ses dernières opérations sur son capital, ...), le cas échéant sous réserve de la réalisation de conditions suspensives et dans une période de temps prévue dans le contrat. Le bénéficiaire dispose ainsi d'une option de vente, qu'il pourra exercer ou non. Dans certains cas, une **promesse de vente** réciproque est conclue.
- **Promesse de vente**
Engagement de vendre des actions, autrement dit option d'achat ou en anglais *Call*. Le promettant consent à un bénéficiaire la promesse qu'il lui vendra un certain nombre de ses actions. Le bénéficiaire dispose ainsi d'une option d'achat qu'il pourra exercer ou non. Voir aussi **Promesse d'achat**.
- **Propriété intellectuelle (PI)**
La propriété intellectuelle recouvre l'ensemble des actifs incorporels qui représentent des droits de propriété ou de licence sur des marques, des inventions ou des savoir-faire.
Voir aussi **Brevet**.
- **Protocole d'Investissement**
Convention conclue entre la société, ses principaux actionnaires et les nouveaux investisseurs et définissant les engagements de chacun en vue de réaliser un investissement.
Le protocole d'investissement est le plus souvent une convention à **effet obligatoire**, sous réserve de la réalisation de **conditions suspensives**. Assez souvent en capital-risque, compte tenu de la rapidité de l'opération, il n'est pas conclu de protocole d'investissement et les parties passent directement de la **lettre d'intention** à la réalisation de l'opération.
→ Cf. **Guide p. 20 § 3**
- **Put**
Voir **Promesse d'achat**.

R

- **Ratchet**
Voir **Ajustement du prix de revient, Full ratchet, Weighted average Ratchet**.
→ Cf. **Lettre d'intention type p. 93 § 7**
→ Cf. **Guide p. 47 § 3**

- **Rattrapage**

En anglais *catch up*. Clause qui permet à son bénéficiaire de récupérer sa part dans la répartition du prix de cession ou de la plus-value après que le ou les bénéficiaires prioritaires aient été servis.

Voir **Répartition préférentielle**.

→ Cf. Guide p. 47 § 3

- **Réalisation (de l'investissement)**

L'investissement est réalisé lorsque l'ensemble de la documentation juridique est signée ou adoptée (**pacte d'actionnaires, statuts modifiés, convention de déclarations et garanties**) et que les fonds sont versés contre l'émission des nouveaux titres de capital ou **Valeurs mobilières donnant accès au capital**.

Il peut exister un délai entre la signature de la documentation (*signing*) et la réalisation effective de l'investissement donnant lieu à la mise à disposition des fonds (*closing*), selon la nature des opérations à réaliser.

→ Cf. Guide p. 23 § 4.4

- **Recapitalisation**

Opération de financement à connotation de « sauvetage ». Sans être systématiquement organisée avec un **coup d'accordéon**, la recapitalisation s'opère fréquemment au travers d'un **tour décoté** (*down round*) c'est-à-dire sur la base d'une valeur **pre-money** inférieure à la valorisation **post-money** du précédent tour.

→ Cf. Guide p. 35 § 1.1 et p. 38 § 2

- **Reclassement**

Se dit d'une cession de participation au sein du même groupe d'investisseurs ou auprès d'investisseurs extérieurs (cession secondaire ou cession de portefeuille).

→ Cf. Guide p. 72 § 3

- **Redeemable Shares**

Voir **Actions remboursables**.

- **Registration Rights**

Droits perçus à l'occasion de l'**introduction en bourse** des titres d'une société sur des marchés boursiers aux États-Unis. Il est d'usage que ces droits soient payés par la société, et les investisseurs qui envisagent une telle cotation sur un marché nord-américain demandent que cette prise en charge soit confirmée dans le **pacte d'actionnaires** de la société.

- **Relution**

Augmentation de la quote-part détenue par un actionnaire dans le capital d'une société. Contraire de **Dilution**.

- **Répartition préférentielle du prix**

Mécanisme de répartition du prix donnant à certaines catégories d'actions, dites **actions de préférence**, une priorité dans la répartition du prix de cession. La mise en œuvre de dispositifs de répartition préférentielle du prix peut conduire à une forte disparité entre la répartition des actions et la répartition du prix de cession des actions.

Des mécanismes du même ordre peuvent organiser la répartition du boni de liquidation. La forme juridique de ces dispositifs est variable : statutaire, conventionnelle... Les principes organisant la préférence sont eux-mêmes variables : priorité simple ou à multiple ; priorité non cumulative, c'est-à-dire avec rattrapage

(**catch-up**) ou cumulative, c'est-à-dire sans rattrapage (double dip) ; première priorité au cash investi, etc. Des exemples de divers dispositifs de répartition préférentielle du prix de cession sont donnés dans ce guide.

→ Cf. **Lettre d'intention type p. 93 § 6**

→ Cf. Guide p. 28 § 3

S

- **Seed**

Du verbe anglais « semer ».

Voir **capital-risque**.

- **Séquestre**

En anglais *Escrow*. Pratique de plus en plus répandue dans le cadre des cessions de participations, consistant à bloquer sur un compte bancaire une partie du prix de cession pendant une durée déterminée et à certaines conditions. Les sommes qui seraient finalement dues par les vendeurs au titre des **déclarations et garanties** consenties à l'acheteur sont alors directement prélevées sur le séquestre.

Le séquestre est géré par un tiers, généralement une banque. Bien que plus complexe à organiser et plus coûteux qu'une simple garantie de passif, le séquestre se révèle parfois incontournable, les FCPI et certains FCPR ne pouvant pas donner de garantie.

→ Cf. Guide p. 71 § 2.4

- **SPA (Share Purchase Agreement)**

Voir **Contrat de cession, Protocole d'investissement**.

- **Société anonyme (SA)**

La société anonyme est une forme de société par actions, qui peut demeurer privée ou être cotée sur une **bourse de valeurs**. La SA peut être financée par l'émission de tous types de titres de capital (**actions ordinaires et actions de préférence**), **valeurs mobilières donnant accès au capital et obligations**. Son fonctionnement est très précisément réglementé par le Code de commerce (articles L. 225-17 à L. 225-270).

La SA est organisée soit avec un **conseil d'administration**, soit avec un **directoire** et un **conseil de surveillance**.

Les actionnaires délibèrent en **assemblées générales**. En principe, les droits des actionnaires sont proportionnels à leur quote-part du capital, sous réserve des droits particuliers attribués aux **actions de préférence** ou prévus dans les **pactes d'actionnaires**.

→ Cf. Guide p. 29 § 4.1

- **Société par actions simplifiée (SAS)**

La société par actions simplifiée est une nouvelle forme de société par actions, moins réglementée que la **société anonyme (SA)** et donc pouvant être organisée plus librement pour tenir compte des besoins de l'entreprise et des associés.

La SAS peut être financée par les mêmes moyens que la SA (**actions, valeurs mobilières donnant accès au capital, obligations**). Toutefois, elle ne peut pas offrir ses titres au public et donc ne peut être introduite en bourse sur les **marchés réglementés** : il est alors nécessaire de la transformer en SA.

La SAS peut être dirigée soit par son seul président, soit par une organisation collégiale pouvant s'inspirer du **conseil d'admini-**

nistration ou du **conseil de surveillance**. Le mode de décision est défini par les **statuts** et peut prévoir des conférences téléphoniques, des majorités renforcées, des droits spécifiques de représentation...

Les associés prennent les décisions collectives dans les conditions (notamment de majorité) librement définies par les statuts. La SAS est régie par les articles L. 227-1 à L. 227-20 du Code de commerce. Les statuts doivent clairement préciser le mode de fonctionnement et les droits des associés, qui ne sont pas prévus par la loi.

→ Cf. Guide p. 29 § 4.1

- **Sortie conjointe (proportionnelle et/ou totale) (tag along ou co-sale right)**

Clause figurant dans les **pactes d'actionnaires** ou dans les **statuts** et permettant à un actionnaire de vendre tout ou partie de ses actions aux mêmes conditions que celles offertes à un autre actionnaire (sous réserve des mécanismes de **répartition préférentielle**).

Le droit de sortie peut être total : si des actionnaires décident de vendre leurs actions, les autres actionnaires ont le droit de céder toutes leurs actions. Ce type de droit de sortie est déclenché typiquement en cas de changement de **contrôle**, de prise d'une minorité de blocage ou dans le cas où les fondateurs cèdent une fraction de leur participation plus ou moins importante selon les cas.

Le droit de sortie peut être proportionnel : si un actionnaire trouve à céder 100 actions, un actionnaire détenant 10 % du capital peut céder 10 actions. Le nombre d'actions cédées par le premier actionnaire est réduit d'autant. D'autres mécanismes proportionnels sont basés sur le pourcentage de détention et/ou forcent la cession d'un nombre supérieur d'actions. Cette disposition rend plus difficile le reclassement d'actions.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 97 § 12-3

- **Sortie forcée (drag along)**

Clause figurant dans les **pactes d'actionnaires** ou dans les **statuts** et permettant de vendre 100 % du capital à un acquéreur potentiel.

L'idée est que si une offre portant sur 100 % du capital est présentée par un acquéreur, et si cette offre est acceptée par des actionnaires détenant une forte majorité du capital (usuellement supérieure à 75 %), les autres actionnaires sont forcés de céder leurs actions aux mêmes conditions (sous réserve des mécanismes de **répartition préférentielle**).

Cette clause est importante en capital-risque parce que la plupart des acquéreurs industriels ou financiers souhaitent détenir au moins 95 % du capital (pour intégrer fiscalement la société), voire 100 % (pour éviter d'avoir à gérer des minoritaires). La liquidité de la participation des actionnaires dépend donc de la possibilité d'assurer à l'acquéreur l'acquisition de la totalité du capital.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 97 § 12-4

- **SPA (Share Purchase Agreement)**

Voir **Contrat de cession**.

- **Statuts**

Document constitutif et d'organisation de la société. Les statuts sont adoptés lors de la constitution et peuvent être modifiés en cours de vie sociale par les actionnaires, en **AGE**.

Les statuts prévoient une série de stipulations obligatoires

(dénomination, siège, capital, durée, ...) et incorporent certaines règles d'organisation (mode d'administration, droits particuliers attachés aux actions, ...).

Les statuts peuvent être plus ou moins développés selon le type de société (**SAS** ou **SA**). En capital-risque, ils sont usuellement complétés par un **pacte d'actionnaires**.

- **Stock options**

Littéralement options d'actions. Ce vocable est utilisé de façon générique pour désigner les droits d'accès au capital constituant les **plans d'intéressement**, ou plus spécifiquement pour désigner le mécanisme légal des **options de souscription ou d'achat d'actions**.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 92 § 4

→ Cf. Guide p. 18 § 2.4

- **Sûretés**

Garanties fournies par une personne pour l'exécution d'une obligation (nantissement d'actions ou de biens, cautionnement ...). Dans le cas général, le financement en capital-risque n'est pas garanti par des sûretés, sauf dans le cas des **venture loans**. Mais les investisseurs bénéficient usuellement des **déclarations et garanties** des fondateurs lors de leur entrée dans la société, et il peut arriver que des montages spécifiques nécessitent la mise en place d'un nantissement d'actions ou d'autres garanties.

- **Syndication**

Réunion de plusieurs investisseurs pour assurer la souscription de la totalité de l'opération de financement projetée. En général, l'un des investisseurs en est le **chef de file**.

→ Cf. Guide p. 22 § 4.1

T

- **Table de Capitalisation**

Tableau décrivant la répartition du capital de la société avant et après réalisation de l'investissement, en tenant compte des mécanismes dilutifs existants ou devant être mis en place.

Voir aussi **Pre-Money Valuation, Post-Money Valuation, Pleinement dilué, Non dilué**.

Un exemple est fourni p. 19 § 2.3.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 90 Introduction et p. 91 § 3

- **Tag along**

Voir **Sortie conjointe**.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 97 § 12

- **Taux de rendement interne (TRI)**

Taux mesurant la rentabilité annualisée moyenne d'un investissement constitué de flux négatifs (décaissements) et de flux positifs (encaissements).

Le taux de rendement interne (TRI) est le taux d'actualisation qui permet de ramener la valeur actuelle nette (VAN) d'un investissement à zéro. La VAN est égale à la somme des cash-flows actualisés positifs et négatifs de l'investissement.

Formules :

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+a)^t} = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+a)} + \frac{CF_2}{(1+a)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+a)^n}$$

CFt : cash-flow de la période t (encaissements / décaissements)
 n : durée de l'investissement (nombre d'années)
 t : années, à compter de la date du premier investissement (année 0) jusqu'à la cession définitive de l'investissement (année n).

a : taux d'actualisation

Le calcul, ici présenté en années, pourra s'effectuer plus précisément en fonction des dates exactes d'encaissement / décaissements.

A titre d'exemple, le calcul du TRI pourra être effectué de manière immédiate à l'aide de la fonction « TRI.PAIEMENTS » du logiciel Microsoft Excel Windows qui reprend les flux nets et les dates exactes de chaque flux. En effet cette fonction permet de calculer le TRI d'une série de flux financiers dates (jour/mois/an).

→ Cf. Lettre d'intention type p. 91 § 2 et 3

- **Teaser**

Voir **Présentation résumée**.

- **Term Sheet**

Voir **Lettre d'intention**.

- **Tour décoté**

En anglais *down round*. Tour de financement réalisé sur la base d'une valorisation de la société inférieure à celle du tour précédent. Événement qui peut déclencher les mécanismes anti-dilution de types *weighted average ratchet* ou *full ratchet*. Voir **Coup d'accordéon, Recapitalisation**.

→ Cf. Guide p. 35 § 1.1 et p. 38 § 2

- **Tranches**

Réalisation de l'opération d'investissement en plusieurs étapes, celles-ci pouvant être ou non conditionnées par l'atteinte de certains objectifs (*Milestones*).

→ Cf. Lettre d'intention type p. 91 § 2

→ Cf. Guide p. 35 § 1.1

- **Tribunal compétent**

Les litiges, et par exemple ceux opposant les actionnaires d'une société entre eux ou à la société, sont tranchés par les tribunaux de l'ordre judiciaire, sauf quand les parties ont recours à l'**arbitrage** (clause compromissoire). Les règles de compétence des tribunaux (juridiction civile ou commerciale, française ou étrangère, ressort territorial) dépendent du type de litige et des personnes concernées.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 100 § 17



- **Valeurs mobilières donnant accès au capital (ou VMDAC)**

Titres négociables émis par la société et donnant le droit à leurs titulaires de recevoir des titres de capital (**actions ordinaires** ou **actions de préférence**).

Il peut s'agir de bons de souscription d'actions (**BSA**), d'obligations convertibles ou remboursables (**OCA** ou **ORA**), de titres composés d'une action et d'un ou plusieurs BSA (**ABSA**) ou d'obligations avec BSA attachés (**OBSA**). L'accès au capital se réalise par la souscription d'actions, par la conversion ou le remboursement en actions, dans les conditions définies par

l'**AGE** émettant les VMDAC. Les titulaires de VMDAC sont regroupés en **masse** et disposent de certains droits en cas d'opérations ultérieures sur le capital ou de certaines modifications des **Statuts**.

Les VMDAC sont régies par les articles L. 228-91 et suivants du Code de commerce.

→ Cf. Guide p. 19 § 2.4

- **Valorisation**

Voir **Pre-Money Valuation, Post-Money Valuation, Table de capitalisation, Ajustement du prix**.

- **Venture Loan**

Financement d'une société par recours à un emprunt gagé sur les éléments d'actif de la société. Cet emprunt est remboursé en général à moyen terme avec une priorité absolue sur tous les autres modes de financement. Le taux d'intérêt d'un *venture loan* se situe entre le coût d'une dette bancaire classique (lequel reste inaccessible pour une société n'ayant pas atteint son seuil de rentabilité), et le taux de rendement interne attendu par un investisseur.

→ Cf. Guide p. 37 § 1.2

- **Vesting**

Acquisition progressive des droits. Les **stocks options** ou **BSPCE** attribués aux dirigeants et salariés dans le cadre des plans d'intéressement deviennent progressivement exerçables selon un calendrier tenant compte de la durée de présence des bénéficiaires dans la société (par ex., 25 % par an pendant 4 ans), et le cas échéant de critères de performance.

En cas de départ, les dirigeants ou salariés perdent les droits non acquis (non « vestés ») et doivent exercer les droits acquis dans un délai déterminé. Il est usuellement prévu des cas d'« accélération » du vesting, par exemple en cas de sortie (fusion, cession, **introduction en bourse**...), entraînant l'exercice instantané (ou la perte) des droits.

Les clauses de vesting sont aussi prévues en cas de départ de la société d'un dirigeant (voir **départ des fondateurs**).

→ Cf. Lettre d'intention type p. 92 § 4 et p. 97 12-6

→ Cf. Guide p. 19 § 2.4



- **Wash Out**

Voir **Coup d'accordéon**.

- **Weighted Average Ratchet**

Un mécanisme de *weighted average ratchet* consiste à ramener le prix de revient d'un investissement de son prix d'origine à un prix correspondant à la moyenne (pondérée par les montants levés) entre le prix d'origine et le prix du (ou le cas échéant des) tour(s) ultérieur(s) décoté(s). On prendra généralement en compte la taille respective des tours et le prix d'émission unitaire de chaque titre. Le *weighted average* a des conséquences moins relatives pour son bénéficiaire que le *Full ratchet*. Voir aussi **Ajustement du prix**.

→ Cf. Lettre d'intention type p. 93 § 7

→ Cf. Guide p. 38 § 2.4

LETTRE D'INTENTION TYPE

DU CAPITAL-RISQUE

AVERTISSEMENT

- La lettre d'intention est normalement éditée sur le papier à en-tête de l'Investisseur et signée par lui.
- Les passages entre [] indiquent soit des informations à compléter, soit des solutions alternatives à choisir en fonction de l'opération envisagée.
- Les motivations et objectifs de l'investissement sont usuellement précisés dans un préambule ou dans une lettre de couverture.
- Le modèle présenté ici est relativement détaillé et développé. Il est possible de le simplifier, les questions non traitées dans la lettre devant alors être discutées après la signature de la lettre d'intention et avant la réalisation de l'investissement.

Cette lettre d'intention présente les principales conditions et modalités selon lesquelles l'investissement envisagé dans la société [] pourrait être réalisé. Elle ne constitue pas à ce stade un engagement ferme et irrévocable des parties de procéder à cet investissement et ne doit en aucun cas être considéré comme tel.

Cette lettre d'intention a été préparée sur la base et en l'état des informations reçues de la Société, et particulièrement de la table de capitalisation figurant en **Annexe A** (la « **Table de Capitalisation** ») et du business plan pour les années [] à [] [qui figure] / [dont le résumé figure] en **Annexe B** (le « **Business Plan** »). Ces documents ont été préparés par les Fondateurs et les Investisseurs se sont fondés sur eux pour rédiger cette lettre d'intention.

1 • LA SOCIÉTÉ

[] (la « **Société** »)

société [anonyme / par actions simplifiée] au capital de [] €, siège social : [], immatriculée au RCS de [] sous le numéro [].

La Société a pour activité []. [La Société détient [] % du capital de la société [] et [] % du capital de la société [] (les « **Filiales** »).]

La Société a pour actionnaires principaux :

- Actionnaires dirigeants (les « **Fondateurs** ») :
 - [Fondateur 1]
 - [Fondateur 2]
- [Investisseurs (les « **Investisseurs Existants** ») :
 - [Investisseur Existant 1]
 - [Investisseur Existant 2]

[Note : la définition de ces différentes catégories permet de bien définir les droits et obligations de chacun]

2 • INVESTISSEMENT

Le montant total de l'investissement dans le capital de la Société sera de [__] € (l'« **Investissement** »), [apporté en [deux] tranches comme indiqué ci-après et] réparti comme suit entre les investisseurs désignés ci-dessous (les « **Investisseurs** ») :

	Tranche 1	Tranche 2	Total
- [Investisseur 1]	[__] €	[__] €	[__] €
- [Investisseur 2]	[__] €	[__] €	[__] €
- Ensemble	[__] €	[__] €	[__] €

L'Investissement sera réalisé comme suit :

- [La Tranche 1 de l'Investissement sera réalisée par une] augmentation de capital de la Société, d'un montant total, prime d'émission incluse, de [__] € (l'« **Augmentation de Capital** »). L'Augmentation de Capital sera intégralement réservée aux Investisseurs selon la répartition définie ci-dessus.

La date de réalisation de l'Augmentation de Capital est définie comme la « **Date de Réalisation** ».

- [La Tranche 2 de l'Investissement sera réalisée par une augmentation de capital complémentaire de la Société, d'un montant [de [__] €] / [compris entre [__] € et [__] €]. [La réalisation de la Tranche 2 résultera de l'exercice par les Investisseurs des bons de souscription d'actions (les « **BSA Tranche 2** ») reçus par eux lors de l'Augmentation de Capital.]

La Tranche 2 sera réalisée dans un délai de [__] suivant la Date de Réalisation, si les conditions suivantes sont réalisées :

- [__] Définir les conditions objectives (Milestones) et le cas échéant le mode de constatation de la réalisation des objectifs [__] (les « **Objectifs** »)
- absence d'évènement ayant des conséquences graves pour la Société.]

Dans tous les cas, les Investisseurs pourront réaliser la Tranche 2 même s'ils n'y sont pas tenus du fait de la non réalisation des conditions.

[Note : la réalisation de la Tranche 2 fait l'objet soit d'engagements fermes sous conditions plus ou moins nombreuses, soit d'une simple possibilité laissée à la discrétion des Investisseurs].

3 • VALORISATION - TABLE DE CAPITALISATION

Sur la base des informations transmises à ce jour, la valorisation de la Société avant l'Investissement sera de [__] € pour [__] actions existantes sur une base pleinement diluée (« *pre-money fully diluted* »).

Sur la base de cette valorisation :

- les actions émises au titre de l'Augmentation de Capital le seront pour un prix par action de [__] € ; et
- après réalisation de l'Augmentation de Capital, les Investisseurs détiendront [__] % du capital et des droits de vote de la Société et [__] % sur une base pleinement diluée (« *post money fully diluted* »).

Toutefois, cette valorisation et la part du capital détenue par les Investisseurs seront susceptibles d'évoluer en fonction des mécanismes d'ajustement décrits ci-après.

La répartition du capital après la réalisation de l'Investissement, avec l'indication de la part respective des Fondateurs et des Investisseurs dans le capital de la Société, figure dans le projet de Table de Capitalisation présenté en **Annexe A**.

Les actions existantes à ce jour sont [toutes des actions ordinaires] et sont intégralement souscrites et libérées.

Il est fait l'hypothèse à ce stade qu'il n'existe pas de financement de la Société par voie d'emprunt (obligataire, bancaire, leasing), assorti ou non de droits d'accès au capital [à l'exception de ce qui est décrit en **Annexe [_____]**].

4 • PLAN D'INTÉRESSEMENT

Un plan d'intéressement des dirigeants et salariés de la Société [existe] / [sera mis en place à la suite de l'Augmentation de Capital] (le « **Plan d'Intéressement** »).

Ce plan a pour objet :

- l'émission de [__ __] [bons de souscription d'actions / bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise / options de souscription ou d'achat d'actions] (les « **Options** »), représentant [__ __] % du capital sur une base pleinement diluée [avant / après] réalisation de l'Investissement. Sous réserve des conditions de *vesting*, chaque Option donne le droit de souscrire une action ordinaire [à un prix au moins égal à celui payé pour les actions souscrites lors de l'Augmentation de Capital].
- l'émission de [__ __] actions gratuites ordinaires de la Société.
- des engagements de cession de [__ __] actions de la Société.

[Note : le choix d'un mécanisme d'intéressement approprié doit faire l'objet d'une analyse financière, juridique et fiscale spécifique. L'AFIC promeut le partage de la valeur créée par les parties prenantes d'un projet entrepreneurial, en tenant compte des risques pris et de la contribution de chacun d'elles (Charte des investisseurs en capital – Juin 2008). L'AFIC milite également pour le développement des outils d'intéressement des salariés et dirigeants à la plus-value capitalistique de leurs investissements, pour plus de détails sur les plans d'intéressement voir page 19 § 2.4 de ce Guide.]

5 • ACTIONS ÉMISES - NOMBRE - PRIX - DROITS

- Il sera émis au titre de l'Augmentation de Capital (Tranche 1) [__ __] actions, au prix de [__ __] € par action (soit [__ __] € de valeur nominale et [__ __] € de prime d'émission).
- Il sera émis au titre de la Tranche 2 un nombre d'actions supplémentaire compris entre [__ __] et [__ __]. Le prix par action [sera de [__ __] €] / [sera compris entre [__ __] € et [__ __] €, en fonction de la réalisation des Objectifs décrits à la section 2].
- **[Décrire le type de valeurs mobilières (voir le Glossaire) :**
 - **actions ordinaires**
 - **actions + BSA**
 - **actions de préférence / convertibles / remboursables**
 - **autres (OCA, ORA, OBSA ...)]**

6 • DROITS PARTICULIERS DES INVESTISSEURS ET PRIORITÉS EN CAS DE CESSIION

En cas de cession, de fusion-absorption ou de liquidation de la Société, les Investisseurs disposeront de droits particuliers leur permettant de percevoir un remboursement prioritaire de leurs apports.

Ainsi, en cas de cession [de la totalité / majorité] du capital de la Société, le prix reçu par les actionnaires cédants sera réparti comme suit :

[Note : il est possible d'inclure d'autres options à définir (voir les exemples donnés pages 47 et suivantes)]

- en premier lieu : [chaque actionnaire reçoit un montant égal à la valeur nominale des actions cédées] / [répartition entre tous les actionnaires, au prorata du nombre d'actions cédées, d'un montant correspondant à [5 / 10 / 20] % du prix payé],
- en deuxième lieu : attribution prioritaire aux Investisseurs de ce tour d'un montant égal au prix de souscription de leurs actions (prime d'émission incluse et en tenant compte du montant reçu au titre du premier alinéa), [le cas échéant, prévoir un multiple ou un TRI garanti]
- enfin, répartition du solde entre toutes les actions cédées, au prorata du nombre d'actions cédées

Attention : (1) les options présentées ci-dessus provoquent des effets de palier dans la situation des différentes catégories d'actionnaires, à corriger éventuellement en intégrant des paramètres de progressivité dans l'étape 2 ; (2) Il convient à titre général de s'assurer que la formule choisie n'a pas un caractère léonin, ce qui la rendrait inapplicable (art. 1844-1 du Code civil, voir « clauses léonines » dans le Glossaire et page 49).

[Des exemples d'application de cette clause sont donnés en **Annexe []**.]

La même règle de répartition s'appliquera en cas de :

- liquidation de la Société, dans la limite de l'actif net de liquidation disponible [et étant précisé que la répartition au titre du premier alinéa donnera lieu en tout état de cause au remboursement du nominal de chaque action].
- fusion par absorption de la Société ou transfert de la totalité des actifs de la Société, ou toute opération équivalente.

En outre, toute décision relative à la distribution ou à l'incorporation au capital de réserves (y compris toute prime d'émission) par la Société sera soumise à l'accord préalable des Investisseurs [statuant à la majorité des 2/3 des actions de la Société qu'ils détiennent].

[Note : certains Investisseurs demandent la possibilité de se faire racheter ou rembourser leur investissement par la Société, sous certaines conditions (obligations simples ou convertibles, « redeemable shares » (voir le Glossaire)). Ce type de montage doit faire l'objet de dispositions spécifiques.]

7 • AJUSTEMENT DU PRIX DE REVIENT DES INVESTISSEURS (RATCHET)

En cas d'augmentation de capital ultérieure de la Société, [de fusion ou de cession,] (à l'exception des augmentations de capital résultant du Plan d'Intéressement), réalisée sur la base d'un prix par action inférieur au prix de souscription d'une action retenu pour l'Investissement, [et ce pendant une période de [3 / 5 / ...] ans à compter de la Date de Réalisation,] les Investisseurs auront le droit de recevoir un nombre d'actions supplémentaire suffisant pour ramener le prix unitaire moyen des actions des Investisseurs [au prix par action de la dernière augmentation de capital réalisée (*Full Ratchet*)] / [au prix moyen pondéré des augmentations de capital réalisées depuis l'Augmentation de Capital ([y compris] / [non compris] l'Augmentation de Capital) (*Weighted Average Ratchet*)]. **[Voir les définitions et exemples cités dans le Glossaire et pages 38 et suivantes.]**

[Des exemples d'application de cette clause sont donnés en **Annexe []**.]

Cet ajustement se réalisera par [l'exercice de promesses de cession d'actions consenties par les Fondateurs aux Investisseurs, à un prix symbolique de 1 euro pour les actions cédées] / [par l'exercice des BSA attachés aux actions souscrites par les Investisseurs] / [par la conversion des actions souscrites par les Investisseurs en un nombre plus important d'actions].

8 • DÉCLARATIONS ET GARANTIES

Les Fondateurs [et la Société] souscriront au bénéfice des Investisseurs des déclarations et garanties conformes aux usages pour une opération de cette nature et satisfaisantes pour les Investisseurs. Ces déclarations porteront (notamment et sans que cette liste soit limitative) sur la Société et ses filiales (activités, actifs, passifs, engagements, litiges, comptes, capitaux propres à la Date de Réalisation, Business Plan, droits de propriété intellectuelle et industrielle, composition du capital, régularité des opérations, conformité à la loi) et sur l'absence de tout engagement ou limitation de la capacité de la Société à développer son activité et des dirigeants à agir pour le compte de la Société.

[Préciser le cas échéant : durée, seuil, franchise, plafond, solidarité des Fondateurs, paiement en numéraire ou en actions, ...]

[Note : ces déclarations et garanties ont pour fonction de rapprocher le niveau de connaissance de la Société par les Fondateurs et les Investisseurs et de responsabiliser les Fondateurs par rapport à la situation réelle de la Société : voir page 23.]

9 • ORGANES SOCIAUX – PERSONNES-CLÉS

- La Société sera organisée en [Conseil d'administration] / [Directoire et Conseil de surveillance]

[Note : dans les SAS, les organes sociaux sont usuellement calqués sur ceux des SA à directoire et conseil de surveillance ou à conseil d'administration, avec des règles de fonctionnement plus souples (décisions par écrit, etc) et des droits spécifiques statutaires. Les pratiques des investisseurs diffèrent quant à leur participation dans les conseils des sociétés du portefeuille : certains ne prennent jamais de sièges, d'autres seulement dans des conseils de surveillance, d'autres toujours dans des conseils d'administration qui sont en prise plus directe avec la gestion de la Société (voir le chapitre du Guide consacré à la Gouvernance)]

- Le [Conseil d'administration] / [Conseil de surveillance] comprendra au maximum [__ __] membres :
 - un membre désigné sur présentation par [__ __],
 - un membre désigné sur présentation par [__ __],
 - un membre désigné sur présentation par [__ __],
 - un membre désigné sur présentation par [__ __],
 - [Eventuellement [__ __] autres membres indépendants, proposés par les Investisseurs].
[En complément, [__] censeur[s] / observateur[s] sera[ont] désigné[s] sur présentation par [__ __].
- A la Date de Réalisation :
 - le président du [Conseil d'administration] / [Conseil de surveillance] sera [__ __] ;
 - [le directeur général sera [__ __], [assisté par [__ __], directeur général délégué].
 - [le Directoire sera composé de [__ __] membres, dont [__ __] (président), [[__ __], (directeur général)] et [__ __]].

- Les Fondateurs[, ainsi que M. [__ __] / Mme [__ __]] seront considérés comme des « **Personnes-Clés** ». Les Personnes-Clés s'engageront à l'égard de la Société et des Investisseurs, et sauf accord spécifique des Investisseurs :
 - à ne pas faire concurrence à la Société, à ne pas détenir de participation dans des entreprises du même secteur d'activité, et à ne pas solliciter le personnel, les clients et les fournisseurs de la Société pour une activité autre que celle de la Société,
 - à consacrer l'exclusivité de leur activité à leurs fonctions dans la Société,
 - à ce que tout élément de propriété intellectuelle relatif à l'activité de la Société soit déposé au nom de la Société qui en sera seule propriétaire, et, le cas échéant, à régulariser le transfert à la Société des droits dont elle ne serait pas propriétaire.
- [Il sera souscrit, aux frais de la Société :
 - une assurance couvrant la responsabilité civile des mandataires sociaux[, y compris les membres du Conseil d'administration/de surveillance],
 - une assurance « personnes-clés » bénéficiant à la Société pour un montant minimum de [__ __] €.]

10 • DÉCISIONS STRATÉGIQUES

La direction générale de la Société assurera la gestion dans le cours normal des affaires. Toutefois, les décisions stratégiques importantes suivantes, qui ne relèvent pas du cours normal des affaires, devront préalablement être soumises à l'approbation du Conseil d'administration statuant à la majorité [des 2/3 / des 3/4 / simple avec le vote favorable d'au moins [__ __] membres désignés par les Investisseurs] : ***[Liste à adapter en cas de Conseil de surveillance et en fonction de l'activité de la Société. Il est recommandé de ne pas fixer de seuils trop bas par rapport aux besoins de l'activité, afin de ne pas créer un besoin permanent d'autorisations (voir le chapitre du Guide consacré à la Gouvernance)]***

1. Définition et modifications du budget annuel ; autorisation de tout engagement supérieur, en une ou plusieurs fois, à [__ __] € ou à [__ __] % du budget annuel et de tout investissement d'un montant unitaire supérieur à [__ __] € ; [tout dépassement du budget annuel ;]
2. Modification de l'orientation des activités de la Société ;
3. Mise en place de tous prêts ou emprunts (y compris obligataires), facilités de crédit et, plus généralement engagements ou cautionnement, aval ou garantie d'un montant respectif supérieur à [__ __] € ou conduisant à un montant d'engagement supérieur à [__ __] € ; signature de contrats de crédit-bail ; octroi de toutes sûretés sur des actifs de la Société ou des Filiales ;
4. Cession ou transfert d'éléments d'actif significatifs, en particulier [droits de propriété intellectuelle et résultats de R&D] ainsi que toute licence en dehors de celles consenties aux clients de la Société dans le cours normal de l'activité ;
5. Accord de partenariat avec une société industrielle du même secteur d'activité que celui de la Société et sortant du cours normal des affaires ;
6. Constitution, dissolution, fusion ou réorganisation de Filiales, prise et cession de participations, ouverture et fermeture de bureaux, succursales, établissements ;
7. Toute émission de valeurs mobilières donnant droit, immédiatement ou à terme, à une quotité du capital ou des droits de vote de la Société ou des Filiales, et notamment tout plan d'intéressement des salariés, l'approbation du règlement de ce plan et l'attribution de ces options ou bons à leurs bénéficiaires ;
8. Toute décision ou proposition de distribution de dividendes (y compris les acomptes sur dividendes) ou d'affectation de réserves (y compris toutes primes d'émission), toute décision ou proposition relative à la composition du capital ;

9. Fusion, scission, restructuration, dissolution, liquidation, apport partiel d'actifs, mise en location gérance ou cession d'un fonds de commerce, transfert d'actifs essentiels, tant pour ce qui concerne la Société que les Filiales ;
10. Décision de confier tout mandat ou mission en vue de la levée de fonds, de la cession de la Société et/ou de l'admission des titres de la Société ou d'une Filiale à la cotation sur un marché réglementé ou une bourse de valeurs ;
11. Recrutement, rémunération, modification et fin du contrat de travail des personnes-clés (telles qu'elles seront définies) de la Société et des Filiales ; nomination, rémunération et révocation de tout mandataire social de la Société et des Filiales ;
12. Conclusion de toutes conventions avec un dirigeant ou un actionnaire de la Société, directement ou indirectement.

[En outre, toutes les décisions visées ci-dessus et entrant dans la compétence de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, ainsi que toute décision d'introduction en bourse, seront soumises à l'autorisation des Investisseurs.]

11 • INFORMATIONS DES INVESTISSEURS

Les Investisseurs auront le droit de recevoir les informations financières (le cas échéant sur une base consolidée) et commerciales suivantes, indépendamment de la présence de leurs représentants au [Conseil d'administration] / [Conseil de surveillance] : *[Liste à adapter en fonction de l'activité de la Société]*

Annuellement :

- au plus tard [dans le mois précédant la clôture de l'exercice], le budget de l'exercice suivant et plan de financement correspondant. Le budget comprendra [__ __],
- dans les [trois mois] suivant la clôture de l'exercice, les comptes de l'exercice.

Trimestriellement, au plus tard [30 jours après la clôture d'un trimestre] :

- [un bilan,]
- un suivi budgétaire d'exploitation, et une analyse des principaux écarts,
- un compte de résultats trimestriel,
- un suivi du programme de développement technique et commercial.

Mensuellement :

- [un compte de résultats simplifié,]
- le suivi du chiffre d'affaires et du carnet de commandes,
- la trésorerie fin de mois et un plan de trésorerie glissant sur 12 mois,
- un tableau des effectifs et des salaires,
- une description des faits marquants du mois écoulé,
- l'analyse des variances par rapport au budget.

En outre, les Investisseurs pourront, à leur initiative et à leur discrétion, déclencher tout audit (financier ou autre) visant à établir la situation réelle de la Société. Les frais correspondants seront à la charge de la Société [dans la limite d'un budget annuel de [__ __] €]. Ces droits porteront tant sur la Société que sur ses filiales. La Société recevra également les résultats de l'audit.

12 • ENCADREMENT DES CESSIONS D' ACTIONS

Les opérations sur les titres de capital et sur les valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société (les « **Titres** ») feront l'objet des engagements suivants [(étant précisé que les statuts ne comporteront pas de clause d'agrément des cessions de Titres)] :

1. Clause d'incessibilité des Titres des Fondateurs pendant une période de [__ __] mois, sauf agrément des Investisseurs (à la majorité [des 2/3] / [des 3/4] des titres détenus par les Investisseurs), [et sous réserve des cas de « respiration » permettant aux Fondateurs de céder au maximum [__ __] % des titres qu'ils détiennent pendant cette période] [; à l'issue de la période d'incessibilité, droit de sortie des Investisseurs en cas de cession de leurs Titres par les Fondateurs].
2. Droit de préemption : les actionnaires pourront préempter les Titres faisant l'objet d'un projet de transfert (sous réserve de cas de transferts libres pour les transferts par un Investisseur à définir dans le Pacte), avec un droit de priorité [pour les Investisseurs] / [par groupe (Fondateurs et Investisseurs)].
3. Droit de sortie totale des Investisseurs dans le cas où les Fondateurs cèderaient plus de [__ __] % de leur participation ou en cas d'entrée dans le capital d'un tiers industriel non approuvée par les Investisseurs ; Droit de sortie totale [des Investisseurs / de tous les actionnaires] en cas de changement de contrôle.
4. Cession forcée des Titres (« *drag along* ») dans le cas :
 - d'une offre de rachat de [100]% des Titres acceptée par des [actionnaires détenant plus [des 2/3 / de 75 % / de [__]%] du capital] / [des Investisseurs détenant plus de [des 2/3 / de 75 % / de [__]%] des actions détenues par les Investisseurs].
 - [d'une offre de rachat de 100% des Titres présentée par un actionnaire détenant plus de [90 / 95] % du capital et des droits de vote, à des conditions de prix à préciser dans le Pacte.]

[Note : les % sont à adapter en fonction des objectifs de liquidité des investisseurs, et peuvent varier dans le temps]

5. Recherche d'une solution de liquidité pour tous les actionnaires, par cession ou introduction en bourse, [__ __] ans après la Date de Réalisation. A compter de cette date, clause de liquidité permettant, si les Investisseurs le demandent (à la majorité [des 2/3] / [des 3/4] des titres détenus par les Investisseurs), de donner un mandat de vente sur tout ou partie du capital de la Société comportant une solution de liquidité acceptable pour les Investisseurs.
6. Cession forcée des Titres : en cas (a) de démission d'un Fondateur, (b) de révocation ou de licenciement d'un Fondateur en particulier pour faute grave ou lourde, (c) de non-respect des obligations, notamment de non concurrence, d'un Fondateur, ou (d) d'autres cas de cessation de fonctions, à préciser dans le cadre de la négociation de la documentation contractuelle, le Fondateur concerné sera tenu de céder ses Titres aux [Investisseurs] / [autres actionnaires] si tout ou partie des Investisseurs en font la demande. Les Titres seront cédés à un prix égal [à leur valeur nominale] / [à leur prix d'acquisition ou de souscription].

[Note : les effets de cette clause peuvent, en fonction des caractéristiques particulières de chaque opération (notamment ancienneté de l'implication des Fondateurs, nombre de tours déjà intervenus, etc.) être atténués (au cas par cas) dans les hypothèses autres que celles qui sont les plus dommageables pour la société ("good leaver / bad leaver") (i) en prévoyant un prix supposé refléter la valeur réelle des titres (e.g. par rapport à la situation nette par action du dernier exercice clos ou au prix de la dernière opération sur capital, et éventuellement affecté d'une décote) ou (ii) en prévoyant qu'après l'expiration d'un certain délai (minimum un an), une quote-part croissante des Titres du Fondateur ne sera plus soumise à l'obligation de cession ("vesting"). Toutes ces clauses doivent être rédigées avec soin pour tenir compte du statut du Fondateur (salarié, dirigeant)]

7. Clause anti-dilution et clause de priorité sur les financements futurs, donnant à chaque Investisseur (sans obligation de sa part) le droit de participer à toute nouvelle opération sur le capital, à hauteur de sa quote-part du capital [ainsi que le droit d'apporter à la Société, de façon prioritaire par rapport à tout tiers, tout financement en fonds propres ou par emprunt].
8. [En cas de cession de Titres de la Société par des Fondateurs et par des Investisseurs, et notamment en cas d'exercice du droit de sortie ou de cession forcée, (a) la répartition du prix se fera sur les mêmes bases pour tous les actionnaires, sous réserve des droits particuliers et des priorités des Investisseurs définis au § 6 ci-dessus, et (b) les Investisseurs seront dispensés de consentir tout engagement hors-bilan, et notamment toute garantie de d'actif et de passif sur la Société.]

Afin de donner effet à ces engagements et à ceux décrits par ailleurs dans cette lettre, à la Date de Réalisation, [les statuts de la Société seront modifiés pour inclure les clauses nécessaires et] un pacte d'actionnaires (le « **Pacte d'Actionnaires** ») sera conclu entre les Fondateurs [, les Investisseurs Existants] et les Investisseurs comprenant les clauses nécessaires (étant précisé que certains des droits des Investisseurs pourront être insérés dans les statuts de la Société). Tout pacte ou convention existant entre les actionnaires de la Société sera résilié et remplacé par le Pacte d'Actionnaires.

Les actionnaires autres que les Fondateurs et les Investisseurs, ainsi que les titulaires d'Options et généralement de valeurs mobilières donnant accès au capital (les « **Autres Actionnaires** ») devront adhérer au Pacte d'Actionnaires. [**Solution alternative** : Les actionnaires autres que les Fondateurs et les Investisseurs, ainsi que les titulaires d'Options et généralement de valeurs mobilières donnant accès au capital (les « **Autres Actionnaires** ») devront signer avec les Fondateurs et les Investisseurs une convention particulière prévoyant notamment (i) un droit de préemption en cas de cession des actions de ces Autres Actionnaires, au profit des Fondateurs et des Investisseurs, (ii) une clause de « drag along » par laquelle ces Autres Actionnaires s'engagent à vendre leurs actions selon un mécanisme similaire à celui décrit au paragraphe 4 ci-dessus, [(iii) un droit de sortie conjointe des Autres Actionnaires] [et (iv) une clause de répartition préférentielle du prix de cession ou de fusion ou du produit d'une liquidation, au bénéfice des Investisseurs, dans les conditions décrites ci-dessus]].

13 • CONDITIONS PRÉALABLES

Etant rappelé que cette lettre d'intention n'a pas de caractère contraignant à ce stade quant à la réalisation du projet d'investissement, il est précisé que la réalisation de l'Augmentation de Capital est en tout état de cause subordonnée à la réalisation préalable, au plus tard à la Date de Réalisation, des conditions préalables d'usage au bénéfice des Investisseurs, à savoir :

- [Accord définitif des organes de décision des Investisseurs sur l'opportunité et les modalités de l'investissement] ;
- Réalisation d'audits juridique (y compris social et fiscal), comptable, financier, d'assurances et des droits de propriété intellectuelle et industrielle de la Société [*à compléter en fonction de la Société*], les conclusions de ces audits devant être satisfaisantes pour les Investisseurs et notamment ne pas remettre en cause les prévisions du Business Plan ;
- [Conditions spécifiques à réaliser avant le closing : modification des statuts, opérations financières (avances, subventions, restructuration du capital...), régularisation des droits de propriété intellectuelle, conclusion d'un contrat donné avec un client ou fournisseur, nomination d'un commissaire aux comptes, option pour l'impôt sur les sociétés ... [*à compléter et adapter pour chaque investissement*]]
- Signature par l'ensemble des actionnaires de la Société et par les Investisseurs, au plus tard à la Date de Réalisation, de la documentation usuelle répondant aux principes décrits ci-dessus et satisfaisante pour les parties et leurs conseils juridiques ;
- [Qualification de la Société en tant qu'entreprise innovante pour les FCPI ;]

- Absence de tout évènement ou fait ayant ou pouvant avoir, immédiatement ou à terme, un impact négatif substantiel sur la situation d'une part des Investisseurs et d'autre part des Personnes-Clés, de la Société ou de ses Filiales, et notamment s'agissant de ces derniers sur leurs actifs, leur situation juridique, commerciale ou financière, ou sur leur capacité à poursuivre leur développement dans les termes prévus par le Business Plan ;
- Toute autre condition suspensive usuelle pour des opérations de cette nature ou de droit, telle que le cas échéant la notification de l'Investissement aux autorités en charge du contrôle des concentrations ou du contrôle des investissements étrangers et l'accord non conditionné de ces autorités.

Il est précisé qu'en cas de retrait de l'un des Investisseurs, les autres Investisseurs ne seront pas tenus de réaliser l'Investissement.

14 • CALENDRIER - EXCLUSIVITÉ

- L'Augmentation de Capital sera réalisée [au plus tard le [__ __ __] / [dans les meilleurs délais], sous réserve de la réalisation des conditions suspensives prévues ci-dessus.
- Compte tenu des efforts entrepris par les Investisseurs en vue de la réalisation de l'Investissement, pendant la période courant jusqu'au [__ __ __] (la « **Période d'Exclusivité** »), la Société et ses actionnaires signataires de la présente lettre d'intention donnent l'exclusivité à la présente proposition. Ils s'engagent à ne pas initier ou poursuivre toutes discussions ou à prendre tout engagement à l'égard de tiers en vue d'un investissement dans la Société ou de toute opération pouvant remettre en cause la réalisation de l'Investissement ou du Business Plan, sans l'accord préalable écrit des Investisseurs.

[Dans le cas où, à la date prévue pour l'expiration de la Période d'Exclusivité, les négociations seront encore en cours en vue de la réalisation de l'Augmentation de Capital, la Période d'Exclusivité sera de plein droit prolongée d'une durée complémentaire de [15] jours, sauf si les Investisseurs y renoncent par écrit.]

- A défaut de réalisation de l'Augmentation de Capital au plus tard au terme de la Période d'Exclusivité, la présente proposition sera caduque. Elle ne pourra être renouvelée que par accord écrit signé entre toutes les parties aux présentes.

15 • FRAIS - RÉDACTION DES ACTES

- Si l'Augmentation de Capital se réalise, les frais d'expertise, d'audit et de rédaction des actes nécessaires exposés par les Investisseurs en vue de la réalisation de l'Augmentation de Capital seront pris en charge par la Société [dans la limite d'un montant maximum de [__] euros HT], lesdits frais ayant été engagés dans l'intérêt de la Société.
- Si l'Augmentation de Capital ne se réalise pas, chacune des parties supportera les frais exposés par elle, et les Investisseurs supporteront les frais d'audit et relatifs aux conseils qu'ils auront désignés au prorata de leur participation envisagée dans l'Augmentation de Capital. [Toutefois, il est entendu que ces frais seront remboursés par la Société [si les audits révèlent que la situation de la Société est substantiellement différente de celle présentée dans les informations communiquées aux Investisseurs à la date de signature de cette lettre d'intention,] [ou si l'Augmentation de Capital ne se réalise pas dans les conditions prévues dans cette lettre d'intention du fait de la Société ou de ses actionnaires ou dirigeants] [, dans la limite d'un montant maximum de [__] euros HT]].
- [Il est précisé qu'en cas de réalisation de l'Investissement, le montant de toute commission due par la Société à tout mandataire ou intermédiaire au titre de cette opération n'excèdera pas un montant maximum de [__] euros TTC.]

- Les Investisseurs désigneront le ou les cabinets de conseil qui les assisteront dans la réalisation des audits et la négociation de la documentation juridique. Les projets des termes et conditions des titres émis lors de l'Investissement, des statuts modifiés de la Société, du Pacte d'Actionnaires et de la convention de déclarations et garanties, notamment, seront rédigés par le conseil juridique désigné par les Investisseurs.

16 • CONFIDENTIALITÉ - INFORMATION

- L'existence et les termes de cette lettre d'intention sont strictement confidentiels. Les destinataires de la lettre d'intention s'engagent à ne pas les divulguer pendant [2 ans] à compter de la date de la lettre, sauf (a) aux tiers (actionnaires de la Société, employés, consultants, avocats et autres conseils), dans la mesure où ceux-ci auront à en prendre connaissance en vue de la réalisation de l'Investissement et dans la mesure où ces tiers seront eux-mêmes liés par une obligation de confidentialité, (b) dans les cas requis par la loi et les règlements ou (c) en cas de litige pour les seuls besoins de la procédure. Notamment, la Société et ses actionnaires ne pourront divulguer les termes de cette lettre d'intention à tous autres investisseurs sans l'accord préalable écrit des Investisseurs. [Les investisseurs pourront pour leur part communiquer la lettre d'intention pour les besoins de la syndication éventuelle de l'Investissement].
- La Société et les Fondateurs s'engagent à communiquer aux Investisseurs et à leurs conseils toutes informations utiles ou nécessaires en vue de la réalisation de l'Investissement et de la levée des conditions suspensives, notamment dans le cadre de la réalisation des audits et de la documentation juridique, et à faciliter cette réalisation. Ils s'engagent également à tenir informés les Investisseurs, sans délai, de tout fait ou événement survenant avant la Date de Réalisation pouvant remettre en cause une information déjà communiquée, ou constituant un élément important quant à la situation ou aux perspectives de la Société ou quant à la réalisation de l'Investissement et notamment pouvant avoir un impact sur la réalisation des conditions suspensives.

[Note : La confidentialité des informations communiquées par la Société aux Investisseurs doit le cas échéant faire l'objet d'un accord de confidentialité spécifique (Non Disclosure Agreement)]

17 • DROIT APPLICABLE ET TRIBUNAL COMPÉTENT

Droit français et tribunaux compétents du ressort de la Cour d'Appel de [_ _ _ _].

18 • ABSENCE D'EFFET OBLIGATOIRE

Cette lettre d'intention a pour objet de présenter les principaux termes et conditions auxquels pourrait se réaliser l'Investissement envisagé par les parties. L'Investissement lui-même ne sera réalisé qu'à l'occasion et sous la condition de la réalisation des conditions préalables et de l'adoption et de la conclusion des actes et documents spécifiques préparés à cet effet, dont certains sont visés dans ce document. Cette lettre d'intention ne constitue en aucun cas à ce stade, pour aucune des parties, un engagement ferme de réaliser l'Investissement, chacune restant libre de mettre fin à tout moment au projet d'Investissement.

Toutefois, les sections [14 à 18 (Exclusivité, Frais, Confidentialité et information, Droit applicable et tribunal compétent, Absence d'effet obligatoire)] de cette lettre d'intention instaurent à la charge de certaines des parties certaines obligations, que les parties concernées s'engagent à exécuter et qui ne peuvent être résiliées ou modifiées qu'avec l'accord de toutes les parties.

19 • SIGNATURE DE LA LETTRE D'INTENTION / ENTRÉE EN VIGUEUR

Dans le cas où cette lettre d'intention ne serait pas contresignée pour accord par chacune des parties désignées ci-dessous, et retournée aux Investisseurs, au plus tard le [_ _ _ _], cette lettre d'intention n'entrerait pas en vigueur et aucune de ses stipulations ne lierait les parties l'ayant signé.

[Note : faire signer la lettre d'intention par la Société et par ses principaux actionnaires, dont le consentement est nécessaire pour réaliser l'Investissement]

Date :

Date :

 [Investisseur 1]

 [Investisseur 2]

Pour accord :

Date :

Date :

 [Société]

 [Fondateur 1]

Date :

Date :

 [Fondateur 2]

 [Investisseur Existant]

PUBLICATIONS DE L'AFIC



PUBLICATIONS INSTITUTIONNELLES

- Annuaire de l'AFIC (en vente à l'AFIC - 119,60 € TTC)
- Rapport annuel de l'AFIC

NORMES PROFESSIONNELLES

- Déontologie du Capital Investissement (2006)
- International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (2009)

ÉTUDES STATISTIQUES

- Rapport sur l'activité du Capital Investissement en France - étude annuelle
- Croissance des entreprises accompagnées par le Capital Investissement - étude annuelle
- Performance nette du Capital Investissement - étude annuelle

ÉTUDES TECHNIQUES DE L'AFIC

- Capital-risque : guide des bonnes pratiques (2010)
- Capital-risque et valorisation de la recherche (2005)
- Capital-développement : guide pratique (2008)
- Capital-développement : guide des sorties (2007)
- Guide pratique du LBO (2003)
- LBO et développement de l'entreprise en France (2004, français/anglais)
- LBO secondaires : relais pour la création de valeur ou effet d'opportunité ? (2004)
- De la sous-performance à la sortie de crise : guide pratique pour les investisseurs en capital et les dirigeants - 2^e édition (2007)
- Le PtoP a-t-il un avenir en France ? (2004)
- Capital Investissement : guide pour les investisseurs institutionnels (2005, français/anglais)
- Fonds de fonds : guide pour les investisseurs institutionnels (2005, français/anglais)
- Les investisseurs institutionnels face au Capital Investissement (2004)
- Investisseurs institutionnels - La gouvernance des sociétés de gestion de Capital Investissement (2006)
- Investisseurs institutionnels - La liquidité des fonds de Capital Investissement (2006)

OUVRAGES PROFESSIONNELS

- Tout savoir sur le Capital Investissement - 4^e édition (Gilles Mougnot, Gualino Éditeur, 2007 - en vente à l'AFIC - 32 € TTC)
- Les fonds de Capital Investissement - 2^e édition (Daniel Schmidt et Florence Moulin, Gualino Éditeur, 2009 - en vente à l'AFIC - 64 € TTC)
- Le Capital Investissement : guide juridique et fiscal - 4^e édition (François-Denis Poitrinal, Revue Banque Editions, 2010 - en vente à l'AFIC - 75 € TTC)
- Petites histoires extraordinaires d'entrepreneurs (Paul-Henri Moinet et Dominique Julien, PUF, 2007 - en vente à l'AFIC, 15 € TTC)

Pour commander ou télécharger nos publications, consultez notre site www.afic.asso.fr



PRÉSENTATION DE L'AFIC



Association Française des Investisseurs en Capital

L'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC) regroupe l'ensemble des structures de Capital Investissement (Capital Risque, Capital Développement, Capital Transmission / LBO, Capital Retournement) installées en France. Actionnaires professionnels, les 280 membres actifs de l'association accompagnent et financent la croissance de près de 5 000 entreprises en France. L'AFIC compte également 200 membres associés représentant tous les métiers qui accompagnent et conseillent les investisseurs et les entrepreneurs dans le montage et la gestion de leurs partenariats.

L'AFIC est la seule association professionnelle spécialisée dans le métier du Capital investissement. Elle est membre de l'Association Française des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (AFECEI) dont l'adhésion constitue pour les sociétés de gestion une des conditions d'agrément requises par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) pour l'exercice de la profession.

Au-delà de sa mission de déontologie, de contrôle et de développement de pratiques de place, l'AFIC fédère, représente et assure la promotion de la profession du Capital Investissement auprès des investisseurs institutionnels, des entrepreneurs, des leaders d'opinion et des pouvoirs publics. Elle contribue ainsi à l'amélioration du financement de l'économie, en particulier à destination des PME-PMI, à la stimulation de la croissance et à la promotion de l'esprit d'entreprise.

Représentant plus de 20 % du marché européen, l'industrie française du Capital Investissement se classe au 1^{er} rang en Europe Continentale.

AFIC - La Maison du Capital Investissement

23 rue de l'Arcade

75008 PARIS

Tél : 01 47 20 99 09

Fax : 01 47 20 97 48

info@afic.asso.fr

www.afic.asso.fr

PRÉSENTATION

DE SJ BERWIN



Cabinet international spécialisé en capital investissement et en fusions-acquisitions

SJ Berwin est un cabinet d'avocats international qui, avec plus de 600 avocats et professionnels du droit dont 175 associés répartis sur 12 bureaux en Europe, Asie et au Moyen-Orient (Berlin, Bruxelles, Dubaï, Francfort, Hong Kong, Londres, Madrid, Milan, Munich, Paris, Shanghai et Turin), offre une expertise reconnue à ses clients dans les domaines d'activités suivants :

- Capital risque / Capital développement
- Fusions-acquisitions / Private equity
- Droit boursier / Equity capital markets
- Création de fonds d'investissement
- Droit fiscal
- Droit bancaire et financier
- Droit immobilier
- Droit de la concurrence – distribution
- Restructuring

Nous travaillons pour une clientèle composée essentiellement de fonds d'investissement, de sociétés françaises et internationales, et de banques d'investissement.

Le cabinet est régulièrement récompensé par des distinctions, et a notamment récemment reçu le prix "Cabinet d'avocats de l'année" aux Grands Prix 2010 de Private Equity Magazine et le prix "Private Equity Law Firm of the Year for France" aux ACQ Finance Global Awards 2010. Soucieux d'offrir une qualité de service optimale à ses clients en privilégiant une approche commerciale axée sur la disponibilité et la réactivité des équipes, le cabinet a été distingué en 2009 "Best Legal Adviser of the Year" par le Legal Week Client Satisfaction Report.

Classée leader sur cinq ans en M&A Mid-Cap dans les league tables de Mergermarket (2005-2009), notre équipe M&A est intervenue sur plus de 100 opérations de LBO et plus de 50 opérations de capital-risque au cours des cinq dernières années, parmi lesquelles de nombreuses opérations emblématiques du marché. Durant cette même période, les avocats du cabinet ont également été conseils sur plus de 120 créations de fonds.

L'équipe Capital risque emmenée par Pierre-Louis Périn figure parmi les conseils incontournables dans les classements dédiés de Legal 500, Chambers Europe et PLC Which Lawyer Private Equity Handbook.

Pour plus d'informations, contactez-nous à paris@sjberwin.com

SJ Berwin

Association d'Avocats à Responsabilité Professionnelle Individuelle

64 avenue Kléber

75116 PARIS

Tel : 01 44 346 346

www.sjberwin.com