



# Le Capital Développement



Profession  
Actionnaire

# Préface

Le Capital Développement connaît un regain d'intérêt auprès des investisseurs et des entrepreneurs tout simplement parce qu'il répond aux besoins de croissance des entreprises. Dans un contexte économique de faible croissance et incertain qui nécessite des efforts redoublés, le Capital Développement aide les dirigeants d'entreprises à démultiplier leur action.

Les capitaux propres qu'apporte le Capital Développement permettent aux entreprises d'investir, de conquérir de nouveaux marchés et partant, de se développer. Mais, si l'apport financier est toujours le plus apparent, il ne faut pas oublier que le Capital Développement repose sur un partenariat dynamique entre le Dirigeant et le capital développeur, auquel ce dernier apporte aussi son expérience, son savoir-faire et ses réseaux.

Le Capital Développement, accélérateur de croissance des PME, devrait voir son rôle encore accru car la France doit développer son tissu de PME (il n'y a que 4 500 entreprises de plus de 250 salariés !).

Le guide pratique du Capital Développement a été rédigé dans un but pédagogique, pour familiariser les chefs d'entreprises à l'ouverture du capital de leur société et leur expliquer les principales étapes dans la réalisation de ce type de transaction.

Merci à Johann Le Duigou, Cédric Lowenbach, François Véron, Stéphane Villecroze, investisseurs dans des fonds de Capital Développement, à David Ayache et Simon Azan du cabinet Ayache, Salama & Associés et à Grégoire Sentilhes, ancien co-président de la commission Capital Développement pour cette deuxième édition entièrement refondue du guide pratique du Capital Développement.

Jean-Paul Bernardini et Jean Gore  
*Co-présidents de la commission Capital Développement de l'AFIC*

# Sommaire

<b>INTRODUCTION</b>	<b>5</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>« <i>Qu'est-ce que le Capital Développement ?</i></li> <li>« <i>Quelles sont les spécificités du Capital Développement ?</i></li> </ul>	
<b>CHAPITRE 1 • CADRE GÉNÉRAL D'UNE OPÉRATION DE CAPITAL DÉVELOPPEMENT</b>	<b>7</b>
<b>1 – Le recours à un capital développeur</b>	<b>8</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>« <i>Quand faire appel à un capital développeur ?</i></li> <li>« <i>Mon entreprise peut-elle faire appel à un capital développeur ?</i></li> <li>« <i>Quel pourcentage de détention du capital pour le partenaire financier ?</i></li> <li>« <i>Quelle est la valeur ajoutée associée à l'entrée d'un capital développeur ?</i></li> </ul>	
<b>2 – Les solutions alternatives à une opération de Capital Développement</b>	<b>13</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>« <i>Le recours à de l'endettement est-il une solution alternative à l'entrée d'un capital développeur ?</i></li> <li>« <i>Pourquoi privilégier l'entrée d'un capital développeur à une introduction en bourse ?</i></li> </ul>	
<b>3 – La préparation d'une opération de Capital Développement</b>	<b>16</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>« <i>Quels sont les principaux éléments contenus dans un Business Plan ?</i></li> <li>« <i>A quoi correspond la phase d'étude amont par les partenaires financiers potentiels ?</i></li> <li>« <i>Comment se formalise la proposition d'un partenaire financier potentiel ?</i></li> <li>« <i>En quoi consistent les due diligences ?</i></li> <li>« <i>A quel moment intervient l'offre ferme ?</i></li> <li>« <i>Quels sont les principaux documents juridiques ?</i></li> </ul>	
<b>CHAPITRE 2 • L'ENTRÉE</b>	<b>21</b>
<b>1 – La recherche d'un partenaire financier</b>	<b>22</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>« <i>Comment rencontrer les bons investisseurs financiers ?</i></li> <li>« <i>Comment identifier le bon partenaire financier ?</i></li> <li>« <i>Comment s'assurer de la confidentialité des informations transmises ?</i></li> <li>« <i>Quels sont les frais associés à une opération de Capital Développement ?</i></li> </ul>	
<b>2 – La détermination du niveau de valorisation</b>	<b>25</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>« <i>Comment est déterminée la valorisation ?</i></li> <li>« <i>Ai-je bien négocié la valorisation ?</i></li> <li>« <i>Est-ce une bonne idée d'avoir recours à un mécanisme d'ajustement du prix ?</i></li> </ul>	
<b>3 – Le recours à l'effet de levier : l'OBO</b>	<b>29</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>« <i>Quel est l'intérêt d'avoir recours à une holding d'acquisition endettée ?</i></li> <li>« <i>L'OBO est-il une solution pour assurer une diversification patrimoniale ?</i></li> </ul>	
<b>4 – La constitution d'un tour de table</b>	<b>32</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>« <i>Faut-il ouvrir son capital à plusieurs partenaires financiers ?</i></li> <li>« <i>Comment sont traités les partenaires financiers historiques lors de l'entrée de nouveaux partenaires financiers ?</i></li> </ul>	
<b>5 – La garantie d'actif et de passif (ou « GAP »)</b>	<b>35</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>« <i>Pourquoi existe-t-il ce principe de garantie d'actif et de passif ?</i></li> <li>« <i>Quel est le contenu d'une garantie d'actif et de passif ?</i></li> <li>« <i>Comment négocier une garantie d'actif et de passif ?</i></li> <li>« <i>Qui accorde la garantie d'actif et de passif ?</i></li> </ul>	

<b>6 – Le pacte d'actionnaires</b>	<b>38</b>
« Qu'est-ce qu'un pacte d'actionnaires ? »	
« Quel est le contenu d'un pacte d'actionnaires ? »	
« Comment négocier un pacte d'actionnaires ? »	

---

<b>CHAPITRE 3 • LE PARTENARIAT</b>	<b>41</b>
------------------------------------	-----------

<b>1 – La gouvernance</b>	<b>42</b>
« Comment sont répartis les pouvoirs entre l'actionnaire entrepreneur et son partenaire financier ? »	
« Comment cette répartition des pouvoirs se reflète-t-elle dans les organes sociaux ? »	
« De quels droits d'information bénéficie le partenaire financier ? »	
« Comment le partenaire financier peut-il renforcer son implication ? »	
<b>2 – Les échanges en dehors des procédures formalisées</b>	<b>47</b>
« Pourquoi la relation personnelle avec l'actionnaire entrepreneur est-elle au cœur du métier du capital développeur ? »	
« Pourquoi tout dire à mon partenaire financier ? »	
« Comment traiter les désaccords ? »	
<b>3 – Le partenariat comme source de création de valeur</b>	<b>51</b>
« Mon partenaire financier peut-il m'aider à décrocher des contrats ? »	
« Comment mon partenaire financier peut-il m'aider lors d'une opération de croissance externe ? »	
« Mon partenaire financier peut-il m'aider à m'implanter à l'étranger ? »	
« Mon partenaire financier peut-il m'aider à recruter ? »	
« Que se passe-t-il dans les périodes difficiles, en particulier si je ne réalise pas mon Business Plan ? »	

---

<b>CHAPITRE 4 • LA SORTIE <sup>(1)</sup></b>	<b>55</b>
--	-----------

<b>1 – Les conditions de sortie</b>	<b>56</b>
« Quand et comment négocier les conditions de sortie ? »	
« Quelles sont les manières d'assurer une liquidité à son partenaire financier ? »	
« En quoi consiste la fameuse « clause de sortie » ? »	
<b>2 – L'évolution du contrôle à la sortie du capital développeur</b>	<b>60</b>
« L'actionnaire entrepreneur peut-il conserver le contrôle de l'entreprise ? »	
« Quel est l'intérêt d'une cession de la totalité du capital de l'entreprise ? »	
<b>3 – L'évolution de la direction de l'entreprise à la sortie du capital développeur</b>	<b>62</b>
« En cas de cession, l'actionnaire entrepreneur quitte-t-il l'entreprise ? »	

---

<b>ANNEXES</b>	<b>64</b>
----------------	-----------

Annexe 1 • Les chiffres du Capital Développement	64
Annexe 2 • Exemple ALLOCINÉ	66
Annexe 3 • Exemple ASTEELFLASH	67
Annexe 4 • Exemple BEAUTY SUCCESS	69
Annexe 5 • Exemple COMPTOIR DES COTONNIERS	70
Annexe 6 • Exemple CONEXIO	71
Annexe 7 • Exemple LE FLOCH DEPOLLUTION	73
Annexe 8 • Exemple MALHERBE	74
Annexe 9 • Exemple MALTEM CONSULTING GROUP	76
Annexe 10 • Exemple PAULE KA	77
Annexe 11 • Exemple TERNOIS	78

(1) *Nota Bene* : ce sujet est traité de manière plus approfondie dans un ouvrage de la même collection intitulé « Capital Développement : le guide des solutions de sortie », disponible sur [www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr).

# Rédacteurs

LE MOT DES

Fruit d'un travail réalisé en commun par des investisseurs et par des avocats, conseils de chefs d'entreprise, ce guide pratique a vocation à répondre aux principales interrogations qu'un dirigeant pourrait avoir au regard du Capital Développement. Rédigé sous la forme de « questions – réponses », cet ouvrage vise à décrire de façon concrète le cadre général d'une opération de Capital Développement et à présenter, de manière pratique, les différents échanges qui rythment le partenariat entre un entrepreneur et un capital développeur, depuis son entrée jusqu'à sa sortie.

Bien entendu, les informations contenues dans ce document ne peuvent en aucun cas dispenser les chefs d'entreprises de s'entourer des conseils adéquats afin de mener à bien l'opération qu'ils envisagent. En effet, chaque opération se déroulant dans un cadre particulier, fonction du projet d'entreprise du dirigeant mais aussi, souvent, de son projet personnel et patrimonial, la relation entre un entrepreneur et un capital développeur sera spécifique à chaque situation.

Enfin, nous tenons à remercier l'ensemble des membres de la commission Capital Développement de l'Afic, et au premier chef ses co-présidents Jean-Paul Bernardini et Jean Gore, ainsi que les équipes de l'Afic et du cabinet d'avocats Ayache, Salama & Associés, pour leur soutien dans la rédaction et la publication de ce guide.

- > Johann Le Duigou
- > Cédric Lowenbach
- > François Véron
- > Stéphane Villecroze
- > David Ayache
- > Simon Azan

# Introduction



## « Qu'est-ce que le Capital Développement ? »

Une opération de Capital Développement peut être définie comme un investissement en fonds propres ou quasi-fonds propres destiné à financer le développement d'une entreprise et/ou le rachat de positions d'actionnaires. L'entreprise partenaire est une société établie sur ses marchés, profitable et présentant des perspectives de croissance importantes. Cette opération vise à accompagner l'entrepreneur dans sa stratégie de développement avec un objectif de création de valeur et de liquidité à moyen terme. Elle est réalisée par un ou plusieurs partenaires financiers, le plus souvent de façon minoritaire.

Les opérations de Capital Développement recouvrent deux types d'opérations qui permettent chacune de donner une réponse à une problématique précise afin de favoriser le développement de l'entreprise :

### a) Les opérations d'augmentation de capital

L'objectif est ici de donner à la société les capitaux propres additionnels qui vont lui permettre de financer (i) sa croissance interne (développement de nouveaux produits, investissement en capacités de production, en hommes ou en marques, financement du BFR, etc.) ou (ii) sa croissance externe (acquisition d'une ou plusieurs autres sociétés).

Elles sont appelées des opérations de « *cash in* » dans la mesure où c'est l'entreprise qui bénéficie directement des capitaux apportés par le partenaire financier : techniquement, la société va émettre de nouvelles actions (augmentation de capital), mais il peut également s'agir d'instruments donnant accès à terme au capital de la société, comme des obligations convertibles.

Ces opérations permettent d'accélérer la croissance de l'entreprise en lui apportant les ressources financières dont elle a besoin et sont donc, par nature, fortement créatrices de valeur pour l'ensemble des actionnaires.

### b) Les opérations de rachat de positions d'actionnaires dans le cadre de recomposition de la géographie du capital d'une entreprise

Elles sont appelées des opérations de « *cash-out* » dans la mesure où les capitaux du partenaire financier sont alloués au rachat des titres d'actionnaires partiellement ou totalement sortants.

Elles peuvent être motivées par diverses raisons (la volonté de l'actionnaire entrepreneur de diversifier son patrimoine ou de préparer sa succession, la sortie d'un « *sleeping partner* » ou d'un actionnaire financier), et elles peuvent ainsi permettre de remédier à des situations de blocage tout en apportant un nouvel élan au développement de l'entreprise.

Ces opérations, même s'ils elles n'apportent pas à la société de capitaux propres additionnels, sont pourtant très souvent créatrices de valeur : en effet, la sortie d'un actionnaire peut mettre fin à un conflit entre actionnaires, ce conflit étant de nature à freiner la mise en œuvre de la stratégie de développement de l'entreprise ; la sécurisation d'une partie de son patrimoine par le dirigeant peut l'amener à adopter une stratégie de développement moins conservatrice et plus dynamique.

Dans les opérations de « *cash-out* », la rentabilité de l'entreprise doit être suffisante pour financer sa croissance interne (investissements et besoin en fonds de roulement) et externe.

Le plus souvent, les opérations de Capital Développement sont mixtes, avec des composantes « *cash-in* » et « *cash-out* ».



## « Quelles sont les spécificités du Capital Développement ?

Au sein des métiers du Capital Investissement, le Capital Développement se distingue par les éléments suivants :

### a) La croissance : elle est au cœur du partenariat établi entre l'entrepreneur et le partenaire financier

Le Capital Retourne privilégie le retour au profit et le Capital Transmission la capacité de remboursement de la dette. De son côté, le Capital Risque a pour objectif d'accompagner la validation d'une solution technique, d'un modèle économique ou d'un produit.

Pour le Capital Développement, la pierre angulaire du projet d'investissement est la capacité de l'entreprise à croître de manière rentable.

### b) L'utilisation des cash-flows de la société : ceux-ci sont prioritairement destinés à financer la croissance de l'entreprise

La réussite d'une opération de Capital Développement étant largement liée à la capacité de la société à poursuivre une croissance rentable, la trésorerie générée par l'activité sert prioritairement à financer le développement de l'entreprise.

Une opération de Capital Développement s'inscrit donc clairement dans une logique de consolidation et de renforcement de l'entreprise, la performance financière du partenaire financier trouvant son fondement dans l'amélioration des résultats opérationnels de l'entreprise.

### c) L'accompagnement des entreprises et des actionnaires entrepreneurs : le partenaire financier apporte son support pour favoriser la croissance

Comme la performance financière de l'investisseur trouve sa source dans l'amélioration des résultats opérationnels de l'entreprise, l'investisseur s'implique pleinement dans le métier de la société et dans sa relation avec l'entrepreneur.

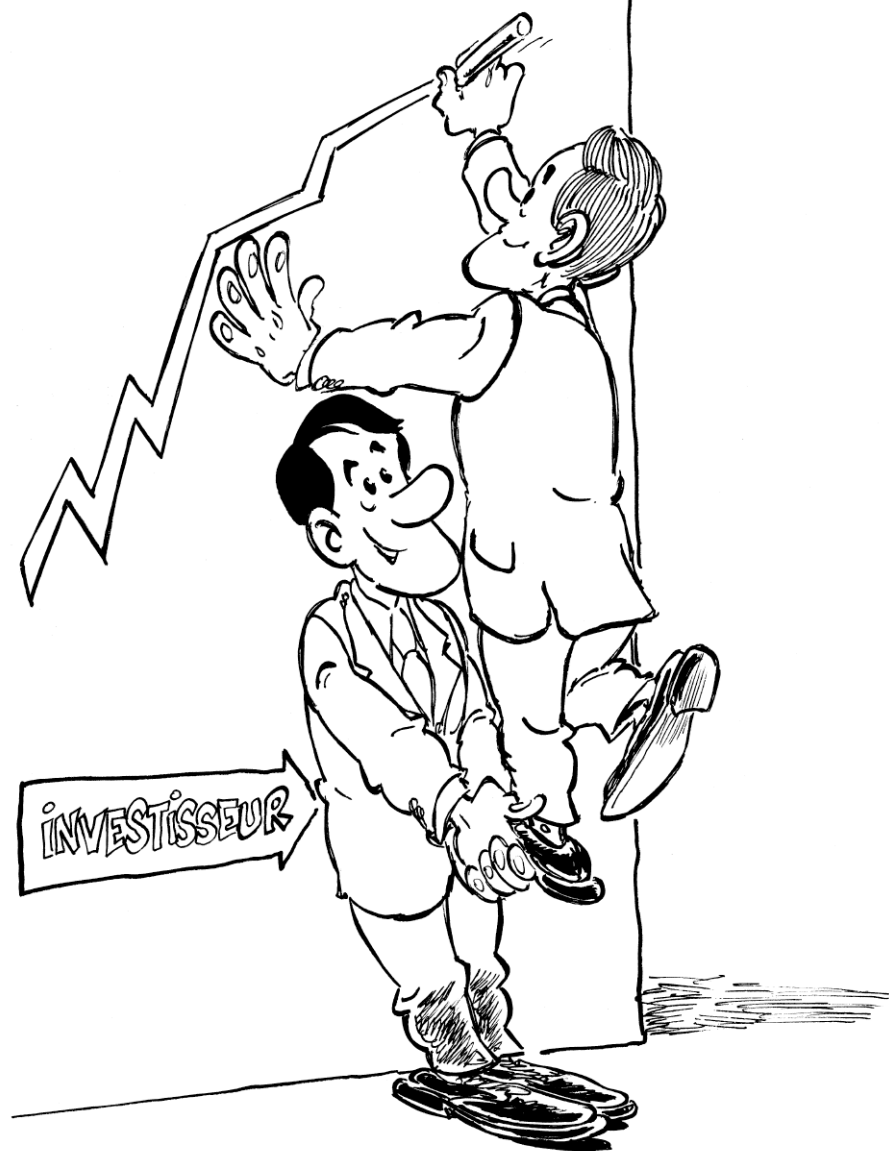
Cette démarche n'est pas réservée uniquement au Capital Développement mais c'est l'apanage de celui-ci que de consacrer l'essentiel de la relation avec l'entrepreneur à l'accompagnement du développement de l'entreprise, plutôt que, par exemple, au montage et à la structuration d'opérations financières.

### d) L'équilibre du partenariat

Chaque opération de Capital Développement repose sur un partenariat équilibré entre l'actionnaire entrepreneur et le capital développeur.

L'équilibre de ce partenariat se retrouve en particulier dans le pacte d'actionnaires, celui-ci étant spécifique à chaque opération : ce document vise notamment à organiser l'implication de chacun des partenaires dans le cadre de l'opération.

Dans le cadre de ce partenariat, le partenaire financier cherche à apporter tout son concours à l'actionnaire entrepreneur, tout en s'assurant que chacun reste dans son rôle : la gestion de l'entreprise reste de la responsabilité du chef d'entreprise, le rôle du partenaire financier étant non seulement d'être associé à toute prise de décision structurante mais également d'être disponible à tout moment pour échanger avec l'actionnaire entrepreneur sur quelque sujet que ce soit.



CHAPITRE 1

# Cadre général

D'UNE OPÉRATION  
DE CAPITAL DÉVELOPPEMENT

## 1 - LE RECOURS À UN CAPITAL DÉVELOPPEUR

L'entrée d'un capital développeur, minoritaire ou majoritaire, dans le capital d'une société peut répondre à différents objectifs de la part de l'entrepreneur tels que trouver de nouvelles sources de financement pour assurer le développement de son entreprise, diversifier pour partie son patrimoine, et/ou encore, procéder à la recomposition de l'actionnariat de la société en permettant à un actionnaire minoritaire, familial par exemple, de se retirer du capital de l'entreprise.

De son côté, l'objectif du capital développeur est de construire un partenariat durable, créateur de valeur, avec l'actionnaire entrepreneur, la légitimité de ce partenariat reposant sur la relation de confiance qui les lie autour d'un projet commun.

Cette relation s'appuie sur un engagement à moyen et long terme entre les parties.



### « Quand faire appel à un capital développeur ? »

Dans l'univers du Capital Développement, on peut considérer qu'il existe deux grandes familles d'intervention, chacune répondant à un besoin spécifique de l'entreprise et/ou de son dirigeant mais visant toutes deux à placer l'entreprise dans un environnement de nature à favoriser sa croissance.

#### a) Le financement de la croissance de l'entreprise (type d'opération : « cash-in »)

Ce type de partenariat s'adresse principalement aux chefs d'entreprise qui souhaitent financer une nouvelle étape du développement de leur entreprise. L'entrée au capital de l'investisseur se fait alors essentiellement via une augmentation de capital, le pourcentage de détention du capital par l'investisseur financier étant fonction, comme nous le verrons un peu plus loin, d'une part, de la valorisation de l'entreprise et, d'autre part, du montant de l'apport en numéraire réalisé par l'investisseur financier.

Les projets de financement de la croissance ont toujours été au cœur de la stratégie des acteurs du Capital Développement. L'objectif commun des actionnaires de la société est alors d'augmenter significativement les résultats de la société, sur une période de l'ordre de cinq ans, que ce soit en procédant à des acquisitions ou en mettant en œuvre un plan ambitieux de croissance organique en décidant, par exemple, de créer de nouvelles implantations géographiques ou d'investir dans de nouvelles capacités industrielles ou commerciales.

Ces projets permettent également d'optimiser la structure financière de l'entreprise afin d'en sécuriser le développement :

- en limitant l'endettement financier à des niveaux compatibles avec les cash-flows générés par l'entreprise ;
- en maintenant le ratio endettement financier sur fonds propres à un niveau raisonnable, ce qui peut, par exemple, être nécessaire à l'entreprise pour bénéficier de financements bancaires complémentaires.

L'entrée d'un capital développeur par augmentation de capital est notamment utilisée afin de réaliser un investissement qui dépasse les capacités propres de l'entreprise ou afin de doter l'entreprise des moyens nécessaires en vue d'une opération ultérieure non identifiée au jour de la souscription. Cette anticipation peut se révéler cruciale lorsqu'il s'agit par exemple de saisir des opportunités de rachat de concurrents sur un secteur d'activité en consolidation.

**EXEMPLE >> LA SOCIÉTÉ MALTEM CONSULTING GROUP**

Maltem Consulting Group est un spécialiste des systèmes d'information dans les secteurs bancaire, financier et assurance, créé en 2001 par Jean-Luc Clamen et Pascal Mennesson (anciens de Transiciel). Le groupe est présent à Paris, Londres, Bruxelles, Luxembourg, Singapour, Dubaï et Hong-Kong. Son offre de services s'inscrit tout au long du processus allant de l'assistance à la maîtrise d'ouvrage, à la mise en œuvre opérationnelle et à la gestion des infrastructures.

Depuis sa création, Maltem Consulting Group conjugue une croissance organique forte et une politique d'acquisitions centrée sur son cœur de métier (4 acquisitions réalisées) afin de se développer à un rythme soutenu : ainsi, 6 ans après sa création, Maltem Consulting a réalisé un chiffre d'affaires de 37 M€ en 2007 assorti d'une excellente rentabilité. En 2008, le groupe devrait poursuivre sa croissance avec un chiffre d'affaires supérieur à 50 M€.

En juin 2007, Maltem Consulting Group a ouvert son capital à EPF Partners afin de financer sa très forte croissance organique et des opérations d'acquisitions significatives. Les diligences conduites par EPF ont permis d'enrichir la réflexion stratégique du groupe et de définir des axes prioritaires.

Aujourd'hui, EPF détient 21 % du capital aux cotés des dirigeants qui souhaitent préserver le contrôle actionnarial de leur société.

**b) La recomposition de l'actionnariat (type d'opération : « cash-out »)**

Dans ce cas de figure, l'investissement réalisé par le partenaire financier sert principalement à racheter des titres détenus par d'autres actionnaires :

- il peut s'agir d'opérations qui visent à fournir une liquidité à certains actionnaires mineurs présents au capital de leur société, ces actionnaires pouvant être :
  - > des actionnaires familiaux qui ne désirent plus rester au capital de la société ;
  - > des investisseurs financiers qui, après avoir accompagné l'actionnaire entrepreneur pendant quelques années, cherchent à extérioriser leur plus-value ;
- il peut également s'agir d'opérations qui vont permettre au chef d'entreprise de réaliser une partie de la valorisation de sa société, et ce notamment lorsque la majeure partie de son patrimoine réside dans les titres de cette société :
  - > longtemps, les acteurs du Capital Développement se sont montrés plutôt réticents à financer un retrait partiel du chef d'entreprise du capital de sa société ;
  - > la légitimité d'une diversification patrimoniale est cependant aujourd'hui largement reconnue et ces opérations ont tendance à se multiplier.

Toutefois, quelle que soit la recomposition du capital envisagée, celle-ci est de nature à favoriser le développement de l'entreprise parce qu'une telle modification de l'actionnariat d'une société :

- s'inscrit généralement dans un projet à moyen terme et est alors l'occasion pour l'actionnaire entrepreneur de redéfinir ses objectifs, tant en termes de développement de la société que de diversification patrimoniale ;
- permet de remplacer des actionnaires qui souhaitent vendre leurs titres et qui sont alors généralement les actionnaires les moins impliqués ou concernés par le développement de la société, par des actionnaires rassemblés autour d'un projet commun ;
- offre la possibilité au chef d'entreprise de bénéficier de l'expérience d'actionnaires professionnels, que ce soit pour l'accompagner dans la prise de décisions importantes ou pour être des partenaires d'échange au quotidien.



### « Mon entreprise peut-elle faire appel à un capital développeur ?

D'une manière générale, une entreprise qui peut faire l'objet d'une opération de Capital Développement est une entreprise établie sur ses marchés, profitable et présentant de réelles perspectives de croissance, ce qui signifie que :

- son chiffre d'affaires peut varier de quelques millions d'euros à plusieurs centaines de millions d'euros ;
- elle peut appartenir à tous les secteurs d'activité (industrie, services ou autres) ;
- elle a, en général, plusieurs années d'existence et ses forces et faiblesses, ainsi que celles de ses concurrents, sont clairement identifiées ;
- elle a dépassé le seuil de rentabilité ;
- elle a de réelles perspectives de croissance, tant en termes d'activité que de rentabilité ;
- elle jouit, le plus souvent, d'un accès aux crédits bancaires moyen terme ;
- elle est contrôlée par un actionnaire de référence qui est souvent le dirigeant lui-même ou son groupe familial.



### « Quel pourcentage de détention du capital pour le partenaire financier ?

Dans la plupart des opérations de Capital Développement, le partenaire financier vient à détenir une participation minoritaire dans l'entreprise. La majorité du capital reste alors détenue par l'actionnaire entrepreneur ou son groupe familial.

Il peut néanmoins arriver que le partenaire financier dispose de la majorité du capital. Dans ce cas, l'actionnaire entrepreneur, qui continue à élaborer et à mettre en œuvre la stratégie de développement de l'entreprise, conserve une part significative du capital.

En tout état de cause, le pourcentage de détention du capital par le partenaire financier est fonction de trois éléments principaux :

- le montant investi par le partenaire financier, que ce soit pour procéder à une augmentation de capital ou bien à un rachat de titres ;
- le niveau de valorisation de l'entreprise ;
- l'éventuel recours à de la dette.

👉👉👉 In fine, ce pourcentage de détention du capital par le partenaire financier sera très largement déterminé par l'actionnaire entrepreneur en fonction de ses objectifs et des besoins de l'entreprise. En effet, ce dernier procédera généralement à un arbitrage entre, d'une part, son besoin de financement, que ce soit pour financer le développement de la société ou bien pour recomposer le capital de son entreprise, et, d'autre part, la dilution qu'il est prêt à accepter pour atteindre cet objectif. 👈👈👈



## « Quelle est la valeur ajoutée associée à l'entrée d'un capital développeur ? »

Les apports d'un capital développeur sont principalement de trois ordres :

### a) L'apport financier

L'apport le plus apparent est bien sûr financier. Le partenaire financier apporte à la société des moyens financiers supplémentaires qui vont pouvoir être investis par l'entreprise et ainsi contribuer au développement de son activité. De plus, en renforçant la structure financière de l'entreprise, le capital développeur apporte plusieurs effets bénéfiques induits tels que l'augmentation de sa capacité d'endettement, la mise en place d'une stratégie financière plus dynamique, une capacité de résistance accrue face à une conjoncture plus difficile.

Ceci est également vrai dans l'hypothèse d'une transaction de recomposition du capital. En effet, la sécurisation d'une partie du patrimoine du dirigeant est de nature à favoriser la mise en œuvre d'un plan de développement plus ambitieux.

### b) La contribution à « l'institutionnalisation » de l'entreprise

Cet aspect est très important, particulièrement dans le cas de sociétés familiales de taille moyenne ayant connu une forte croissance.

Avec l'entrée d'un partenaire financier, l'entreprise acquiert une dimension plus institutionnelle, notamment parce que l'entrée de ce partenaire au capital de la société correspond à une reconnaissance et une validation par un acteur extérieur de la pertinence du modèle économique de l'entreprise. Alors qu'auparavant l'entreprise était généralement quasi-exclusivement identifiée à « l'entrepreneur – créateur – actionnaire », l'entrée d'un capital développeur contribue à faire de la société une entité économique autonome et perçue comme telle.

👉👉👉 Cette « validation » extérieure améliore la perception de l'entreprise par ses partenaires au quotidien, car elle l'ouvre davantage sur le monde économique qui l'entoure, ce qui constitue un facteur positif pour sa croissance future avec notamment la facilitation du recrutement de cadres supérieurs et une certaine sécurisation dans les relations avec ses clients, fournisseurs, banques, etc. 🏠🏠🏠

### c) Un partenaire actif auprès du dirigeant

Le rôle du capital développeur n'est pas, bien sûr, de se substituer au dirigeant, ce n'est pas son métier.

Le rôle du capital développeur est de le faire bénéficier de ses expériences vécues dans d'autres entreprises aux côtés d'autres dirigeants, de sa grille de lecture de la vie des affaires et de son réseau de contacts. Il est un interlocuteur privilégié du chef d'entreprise et, en ce sens, il répond d'une certaine manière à la « solitude » du dirigeant.

Lors de son entrée au capital d'une société, l'engagement d'un partenaire financier doit être de partager son expérience et son expertise avec l'entrepreneur et :

- de participer à la définition des orientations stratégiques à prendre quant à l'optimisation du processus de création de valeur, en identifiant notamment de nouvelles voies de développement ;
- de travailler sur les questions d'ingénierie financière, qu'elles soient relatives à une acquisition, à l'optimisation de la structure d'endettement, à l'intéressement du management ou encore, à la préparation d'une succession ;

- d'apporter des outils de suivi stratégique et de transparence financière ;
- de faciliter l'accès de l'entreprise aux ressources stratégiques (recrutement, développement à l'étranger, opportunités de croissance externe, R&D, etc.) ;
- de devenir un interlocuteur privilégié de l'entrepreneur, en se rendant disponible pour échanger sur tout sujet qui pourrait préoccuper le dirigeant.

C'est en contribuant à faire évoluer l'entreprise sur chacune des dimensions humaines, stratégiques et financières dans le cadre du dialogue avec l'actionnaire entrepreneur qu'un capital développeur aide à créer une dynamique de croissance et de création de valeur au sein de l'entreprise.

### EXEMPLE >> LA SOCIÉTÉ ASTEELFLASH

AsteelFlash, acteur de la sous-traitance électronique, a été fondée en 1999 par Gilles Benhamou.

En 2001, celui-ci a eu recours à un premier partenaire financier minoritaire, 21 Centrale Partners, pour financer les premières étapes d'une stratégie de croissance par acquisitions : au cours des quatre années de ce partenariat, la société a vu son chiffre d'affaires progresser de 74 M€ à 191 M€, soit une progression de l'ordre de 30 % par an, tout en maintenant sa rentabilité opérationnelle. Dans le cadre de ce programme de croissance, le partenaire financier, a à la fois aidé la société à financer ses acquisitions mais également à identifier des cibles pertinentes. En 2005, AsteelFlash était devenue le leader français sur son marché.

21 Centrale Partners a alors émis le souhait de réaliser son investissement alors que Gilles Benhamou désirait poursuivre le développement de son groupe, notamment à l'international, tout en restant fortement impliqué d'un point de vue capitalistique. Dans ce cadre, Gilles Benhamou s'est associé à N.I. Partners pour racheter la participation de 21 Centrale Partners.

Au cours de la période 2005-2007, N.I. Partners et Gilles Benhamou ont étudié plusieurs opportunités d'acquisitions structurantes et, en 2008, Asteel a procédé à la fois à l'acquisition de l'anglais MRP Electronics (plus de 15 M€ de CA) et, surtout, de l'américain Flash Electronics (plus de 200 M€ de CA) et est devenu à cette occasion AsteelFlash. Durant cette phase de croissance accrue, la société a bénéficié du support de N.I. Partners, notamment lors des négociations avec les vendeurs, et, grâce à ces deux acquisitions, AsteelFlash est aujourd'hui présente sur quatre continents (Europe, Etats-Unis, Asie et Afrique) et est en passe de devenir un poids lourd de la sous-traitance électronique au niveau mondial.

## 2 - LES SOLUTIONS ALTERNATIVES À UNE OPÉRATION DE CAPITAL DÉVELOPPEMENT



« *Le recours à de l'endettement est-il une solution alternative à l'entrée d'un capital développeur ?* »

Même si dans l'esprit de la plupart des personnes les banquiers et les investisseurs appartiennent à la même catégorie, celle des « financiers », il existe des différences notables entre ces deux métiers.

Les banques ont pour rôle d'accompagner les entreprises dans l'ensemble de leurs besoins de financement, à court terme comme à plus long terme, en leur offrant tout un ensemble de services spécifiques. Dans le cas des prêts, leur rémunération est basée sur un pourcentage du montant prêté auquel s'ajoutent des frais fixes par opération. De ce fait, une banque ne peut pas se permettre de perdre les montants prêtés : elle cherche donc naturellement à limiter le risque associé à chaque crédit, et, en cas de défaillance, elle utilise tous les moyens en sa possession pour recouvrer son dû. Par ailleurs, une banque n'est pas non plus intéressée à la réussite d'un projet spécifique, sa rémunération restant identique quelle que soit la performance de l'entreprise.

De son côté, un capital développeur n'est pas un prêteur mais un investisseur qui devient actionnaire de la société : son gain est fonction des résultats de la société. Cette différence fondamentale entre les deux métiers génère des comportements significativement différents dans la relation avec le chef d'entreprise :

- tout d'abord, un capital développeur se doit de vérifier de manière approfondie non seulement les risques associés à une opération mais aussi les gains espérés : ceci justifie la réalisation d'audits exhaustifs et un niveau de connaissance de l'entreprise généralement plus profond que celui d'un établissement prêteur ;
- ensuite, le partenaire financier est présent aux côtés de l'actionnaire entrepreneur tout au long de la vie du partenariat : il se rend aussi disponible que nécessaire pour échanger avec le chef d'entreprise sur quelque sujet que ce soit, et ce, notamment, afin d'améliorer au maximum le retour sur investissement associé à l'opération ;
- enfin, en cas d'échec du projet, l'investisseur financier restera aux côtés du chef d'entreprise pour tenter de limiter la perte de valeur du capital : au cours de la vie du partenariat et en toute situation, les intérêts du capital investisseur seront alignés avec ceux de l'actionnaire entrepreneur.

Par ailleurs, il est utile de rappeler que la possibilité pour une société d'avoir recours à de la dette est fonction de paramètres tels que :

- le niveau d'endettement de la société : si certains ratios sont dépassés, comme par exemple celui de la dette financière nette divisée par les fonds propres, il sera difficile de lever une dette additionnelle sans apport de fonds propres et ce, alors même que la majeure partie du patrimoine du chef d'entreprise est généralement déjà investie dans l'entreprise ;
- le projet que la dette servira à financer : en effet, même dans le cas d'une société faiblement endettée, et à l'exception notable des financements LBO, la majeure partie des prêts accordés par les établissements bancaires aux entreprises sont adossés à des actifs tangibles de ces entreprises, que ceux-ci soient des biens immobiliers, des biens d'équipements, des véhicules ou même des créances clients. Ceci signifie qu'il

sera difficile pour une société d'avoir recours à de l'endettement pour financer, par exemple, la mise en place d'une nouvelle force commerciale, la mise en oeuvre d'une campagne de communication ou encore l'ouverture de filiales à l'étranger.

En synthèse, il est préférable de voir l'endettement et le recours à un capital développeur comme des approches complémentaires plutôt qu'opposées. En effet, le recours à un partenaire financier est généralement de nature à rassurer les établissements bancaires et ceux-ci seront alors plus disposés à financer, par exemple, des projets à caractère « immatériels ». De plus, pour le chef d'entreprise, le recours à un capital développeur permet de limiter les risques en limitant le montant de la dette levée et donc du service de la dette associé (paiement des intérêts plus remboursement du principal). Enfin, pour le partenaire financier, le recours à l'endettement par l'entreprise permet d'améliorer la rentabilité des capitaux investis.

### EXEMPLE >>LA SOCIÉTÉ CONEXIO

Spécialisée dans les automatismes et l'informatique industrielle du traitement des eaux, et notamment la conception d'armoires industrielles de télégestion pour les réseaux d'assainissement, ITECOM, créée en 1990, a été reprise en février 2006 par Dominique Mellot via un holding endetté dénommé CONEXIO.

En décembre 2004, la société réalisait environ 6 M€ de chiffre d'affaires et, en 2005, son dirigeant et fondateur, Luc Michaud, a cherché à vendre son entreprise. IPO, qui connaissait les performances de l'entreprise, l'a présenté à Dominique Mellot, ce dernier étant à la recherche d'une société à acquérir. En février 2006, CONEXIO, contrôlée à 50,02 % par Dominique Mellot, associé à IPO (39,98 %) et Sodero Gestion (10 %), reprenait 100 % d'ITECOM.

Notons que l'objectif du partenariat était alors en partie contradictoire puisque celui-ci visait à la fois à assurer le développement de la société, notamment par croissance externe, et à permettre au dirigeant d'augmenter son pourcentage de détention du capital.

Suite à cette opération, et alors que ni Dominique Mellot, ni Conexio ne pouvaient lever de dette additionnelle, des opportunités de croissance externe se sont présentées en Europe de l'Est et en France. Pour lever la contradiction et accompagner le Dirigeant, les financiers ont alors mis en place :

- une mezzanine de 1,7 M€ à 10 % sur 10 ans, avec un coupon cash de 4 % ;
- une offre en faveur de Dominique Mellot lui permettant en 2011 de passer de 50,02 % à 67 % par rachat des financiers dans le cadre d'une nouvelle opération.

En 2007, le chiffre d'affaires de CONEXIO dépassait 10 M€ hors croissance externe, la société conservant une excellente rentabilité. Les croissances externes réalisées devraient en principe permettre une progression du chiffre d'affaires de 50 %, tout en maintenant une croissance organique à deux chiffres.



### « Pourquoi privilégier l'entrée d'un capital développeur à une introduction en bourse ?

Il existe à la fois une concurrence et une complémentarité entre les financements non cotés et cotés, entre le Capital Investissement et la bourse. Concurrence car l'entrepreneur peut avoir le sentiment que l'une des options est structurellement plus attractive que l'autre ; complémentarité car les deux modalités de financement ne répondent pas aux mêmes besoins.

Le métier du capital investisseur est d'accompagner une construction de valeur dans la durée, avec un horizon d'investissement qui variera entre trois et cinq ans. A l'inverse, la bourse expose l'entreprise à une pression à plus court-terme, avec l'évolution quotidienne du cours de bourse qui n'est pas toujours le meilleur aiguillon de la performance. Par exemple, le marché boursier peut réserver un accueil mitigé à un programme d'investissement important.

Une opération de Capital Développement peut donner lieu à une communication externe significative ou se réaliser discrètement, selon les souhaits de l'entrepreneur. L'introduction en bourse se traduit systématiquement par une communication publique et permet d'accroître la notoriété de l'entreprise sur le plan financier et commercial. Ce dernier point constitue souvent l'une des motivations essentielles pour l'entrepreneur et ses équipes. En contrepartie, la bourse nécessite un investissement plus important de l'entrepreneur et de certains cadres dirigeants en termes de communication vis-à-vis de l'extérieur et implique des coûts additionnels pour l'entreprise (documentation, réunions d'analystes, etc.).

Le déroulement d'une opération de Capital Développement, décrit dans le présent guide, est relativement simple. Une opération d'introduction en bourse revêt un caractère nettement plus formel et complexe et celle-ci a nécessairement un impact important sur l'organisation de l'entreprise.

La bourse peut donc être attractive pour des entreprises qui sont, d'une part, suffisamment structurées pour en supporter les coûts et les contraintes, et, d'autre part, suffisamment matures pour que leur modèle et leur plan de développement soient compatibles avec un horizon d'investissement qui peut être à plus court-terme.

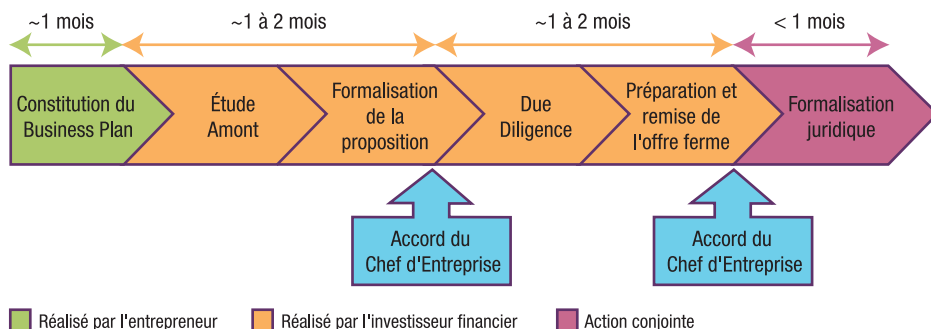
Enfin, il convient de rappeler que la possibilité de réaliser une introduction en bourse dans de bonnes conditions dépend des conditions de marché ...

### 3 - LA PRÉPARATION D'UNE OPÉRATION DE CAPITAL DÉVELOPPEMENT

La réalisation d'une opération de Capital Développement dure, en général, entre 3 et 6 mois.

Cette période de quelques mois nécessaire à la mise en oeuvre d'une opération de Capital Développement présente deux vertus. D'une part, au-delà de l'aspect « audits & vérifications », elle permet au futur partenaire financier de se familiariser avec l'environnement de la société et sa position sur son marché : l'objectif du capital développeur est alors non seulement de se faire une opinion sur le Business Plan proposé par l'actionnaire entrepreneur, mais également de développer rapidement une connaissance fine de l'entreprise, gage d'échanges de qualité avec l'actionnaire entrepreneur une fois son entrée au capital réalisée. D'autre part, cette période de quelques mois permet également à l'actionnaire entrepreneur et à son partenaire financier d'apprendre à se connaître, à se jauger et *in fine* à se faire confiance. N'oublions pas que le succès d'une opération de Capital Développement repose avant tout sur un partenariat.

D'une manière schématique, les principales étapes d'une opération de Capital Développement sont les suivantes :



#### « Quels sont les principaux éléments contenus dans un Business Plan ?

Le Business Plan est le document de référence à partir duquel les investisseurs financiers fondent leur intérêt pour procéder à une opération. Ce document, établi par l'actionnaire entrepreneur et l'équipe dirigeante, est le plan de développement de l'entreprise sur 3 à 5 ans et comprend :

- une description des perspectives du marché et de ses différents acteurs (clients, fournisseurs, concurrents, etc.) ;
- une synthèse du positionnement de l'entreprise sur son marché (forces et faiblesses, opportunités et menaces) ;
- une description de la stratégie de développement de l'entreprise (croissance interne et croissance externe) ;
- une simulation chiffrée sur 3 à 5 ans qui formalise les hypothèses retenues au travers d'un compte de résultat, d'un plan de financement et d'un bilan.

Le Business Plan est complété par un document de présentation de l'entreprise (historique de la société, organisation et description des moyens techniques et humains, éléments financiers historiques, etc.).

Le Business Plan doit être rédigé avec soin car il constitue un élément fondateur de la relation de confiance qui doit s'établir entre l'actionnaire entrepreneur et son futur partenaire financier. En particulier, les hypothèses retenues doivent être cohérentes avec les perspectives de croissance du marché, avec les forces et faiblesses de l'entreprise face à ses concurrents et avec ses performances financières passées.

Une fois son projet d'entreprise défini et formalisé au travers du Business Plan, l'actionnaire entrepreneur est en mesure de prendre contact avec des partenaires financiers potentiels.



### « A quoi correspond la phase d'étude amont par les partenaires financiers potentiels ? »

Lors de cette phase, les partenaires financiers potentiels vérifient par eux-mêmes un certain nombre de points généraux et réalisent une étude approfondie des hypothèses du Business Plan avec notamment :

- le recours à des études sectorielles ou à des experts pour les conforter dans leur jugement du couple produits / marché ;
- des analyses sur l'évolution du chiffre d'affaires, des marges ainsi que des principaux postes de charge ;
- des visites des différents sites de l'entreprise et des rencontres avec le dirigeant et son équipe de management.

Au terme de cette étape, le chef d'entreprise peut être amené à proposer un Business Plan révisé tenant compte des commentaires des partenaires financiers potentiels.

Au cours de cette phase, l'objectif du partenaire financier potentiel est de valider les principales hypothèses relatives à l'investissement envisagé et de définir son intérêt face à cette opportunité d'investissement ainsi que la base de valorisation envisagée.



### « Comment se formalise la proposition d'un partenaire financier potentiel ? »

La lettre d'intention est le premier document dans lequel un partenaire financier potentiel déclare formellement son intérêt auprès de l'actionnaire entrepreneur. Elle traite des conditions d'entrée du partenaire financier et est préparée par ses soins.

Elle se compose de plusieurs parties :

- *une présentation du partenaire financier* : pour le compte de qui travaille-t-il, d'où viennent les fonds gérés, quelle est sa stratégie d'investissement, de quelles participations dispose-t-il dans son portefeuille, etc. ;
- *une description des modalités techniques de l'opération envisagée* : valorisation de l'entreprise, pourcentage du capital de l'entreprise que l'investisseur financier souhaite détenir à l'issue de l'opération, montage financier envisagé, modalités de l'opération, etc. ;

- *une description du partenariat envisagé* : description des principales clauses qui figureront dans le pacte d'actionnaires et notamment celles relatives à la gouvernance d'entreprise ainsi que celles relatives à l'évolution de l'actionariat au cours de la vie du partenariat et à la sortie du partenaire financier ;
- *une liste des conditions préalables à la réalisation de l'investissement* : conclusions positives des due diligences, finalisation de la documentation juridique, etc. ;
- *une liste des prochaines étapes envisagées*, celles-ci pouvant inclure une exclusivité de négociation, pour une durée limitée, en faveur du partenaire financier potentiel ;
- *la réitération du caractère non engageant de la lettre d'intention* dont l'objet est avant tout de permettre la poursuite des négociations sur des bases claires.

Cette lettre d'intention permet de mieux déterminer les contours d'une opération potentielle et de comprendre la stratégie du capital développeur et, en cas de discussions avec plusieurs investisseurs potentiels, de retenir les investisseurs les plus pertinents. Généralement, une phase d'exclusivité peut alors être accordée à l'un d'entre eux afin de lui permettre de procéder à des due diligences.



### « En quoi consistent les due diligences ? »

Le terme « *due diligence* » désigne les travaux et vérifications effectués par des conseils spécialisés mandatés par le partenaire financier potentiel sur l'entreprise, son équipe dirigeante et son secteur d'activité. Elles ont essentiellement un caractère confirmatoire, c'est-à-dire qu'elles sont destinées à vérifier les informations qui ont été communiquées par le dirigeant à l'investisseur et servent notamment à valider les hypothèses retenues pour la valorisation.

Les due diligences constituent une étape nécessaire à toute conclusion d'une opération de Capital Développement.

Elles interviennent lorsque les parties principales à l'opération, l'actionnaire entrepreneur et le partenaire financier potentiel, sont convenues des principales caractéristiques de l'opération (montant, valorisation, montage financier et clauses figurant dans le pacte d'actionnaires). En contrepartie des frais externes importants que l'investisseur peut être amené à engager auprès de ses conseils pour ces travaux, celui-ci demande généralement une exclusivité.

Dans la plupart des cas, des due diligences financière, comptable, juridique et sociale sont réalisées. Parfois, des due diligences de marché (aussi appelée « due diligence stratégique »), industrielle, environnementale, informatique, assurance ou managériale sont également effectuées. Le planning et le contenu des due diligences sont établis en partenariat avec le dirigeant. Elles sont plus ou moins conséquentes en fonction du montant de l'opération, de la taille de l'entreprise, de la complexité de son activité, de la connaissance qu'a, ou non, le partenaire financier potentiel de cette activité.

👉👉👉 Les due diligences permettent non seulement au partenaire financier potentiel d'investir en connaissance de cause dans l'entreprise mais également de parfaire sa connaissance de la société et de ses enjeux. Ils permettent également à l'actionnaire entrepreneur de recueillir un avis extérieur par rapport aux pratiques de l'entreprise et de les améliorer et de les corriger le cas échéant. Ainsi, les due diligences permettent de préparer un partenariat fondé sur des relations saines, transparentes et constructives entre les partenaires de l'opération. 🏡🏡🏡

Si des risques ou des écarts importants sont mis en évidence lors des due diligences, les conditions de l'opération peuvent être modifiées. Dans certains cas, rares, l'opération peut être suspendue, voire annulée.



### « A quel moment intervient l'offre ferme ?

Une fois l'étude de l'opération suffisamment avancée, et que le montage financier (valorisation et choix des instruments financiers) et les principales caractéristiques du partenariat sont arrêtés, le partenaire financier potentiel réunit son comité d'investissement dont le rôle est de donner un accord formel sur la poursuite des négociations.

L'investisseur financier est alors en mesure de rédiger une lettre d'offre ferme.

Notons qu'en fonction du stade du processus auquel intervient cette offre ferme, celle-ci peut comprendre certaines conditions préalables.



### « Quels sont les principaux documents juridiques ?

La réalisation de l'opération par le partenaire financier suppose la signature de documents juridiques adaptés. Selon les cas, il y aura lieu de formaliser un ou plusieurs documents, comme par exemple :

- un protocole d'investissement qui décrit les objectifs poursuivis par les parties, les modalités de l'investissement à réaliser par le partenaire financier potentiel et les engagements pris de part et d'autre pour la réalisation de cet investissement ;
- les actes d'application nécessaires à la réalisation technique de l'opération (les documents de secrétariat juridique, les bulletins de souscription confirmant les engagements de souscription pris par l'investisseur financier, les protocoles de cession, les ordres de mouvement, etc.) ;
- une convention de garantie d'actif et de passif ;
- un pacte d'actionnaires.





## CHAPITRE 2

## L'entrée

## 1 - LA RECHERCHE D'UN PARTENAIRE FINANCIER



### « Comment rencontrer les bons investisseurs financiers ? »

L'une des premières questions que se pose l'entrepreneur porte sur l'organisation de la rencontre avec les partenaires financiers potentiels. A ce stade de la recherche d'un partenaire financier, deux écueils sont à éviter :

- se limiter à un trop petit nombre d'interlocuteurs, souvent choisis pour leur proximité avec le chef d'entreprise et qui peuvent alors ne pas être les interlocuteurs les plus appropriés pour le projet considéré ;
- multiplier des rencontres qui finissent par devenir redondantes, cette approche étant par ailleurs particulièrement consommatrice de temps et d'énergie.

Si l'entrepreneur n'a jamais été en contact avec des investisseurs financiers, il peut se faire accompagner par un intermédiaire qui :

- l'aidera à structurer son projet, notamment grâce à sa connaissance des pratiques de marché ;
- lui présentera les partenaires financiers les plus à même de correspondre à ses besoins, tant en termes de montant d'investissement que d'implication dans le suivi de leurs participations.

Le choix d'un bon intermédiaire est une décision importante : chacun a son domaine de spécialité, que ce soit en termes de compétences sectorielles ou de taille d'entreprise, ainsi que sa propre façon de travailler. L'entrepreneur doit consacrer le temps nécessaire pour se sentir en confiance avec son conseil en amont de l'approche des partenaires financiers potentiels. C'est l'une des conditions pour que la phase de rencontre permette ensuite à l'entrepreneur d'identifier le bon partenaire financier.



### « Comment identifier le bon partenaire financier ? »

Il n'y a pas de réponse générale à cette question et il est important de se la poser à chaque rencontre : même si certains comportements sont communs à la profession (et heureusement !), le succès d'une opération de Capital Développement repose largement sur la qualité d'une relation intuitive entre le chef d'entreprise et son partenaire financier.

▶▶▶▶ Par ailleurs, au-delà de cet intuitu personae qui constitue la base d'un partenariat serein, il est important de ne pas se concentrer uniquement sur les paramètres valorisation, en recherchant le mieux disant (« qui paye le plus cher ? »), ou sur les paramètres gouvernance / sortie, en recherchant alors le moins disant (« qui va le moins m'ennuyer ? »). En effet, un bon partenaire financier est généralement un partenaire qui comprend les grands enjeux de l'entreprise et de son dirigeant, qui est conscient des points forts comme des points faibles du projet envisagé, qui privilégie la transparence dans les échanges et qui va rechercher à maximiser la valeur de son investissement en communauté d'intérêt avec l'actionnaire entrepreneur. ▶▶▶▶



### « Comment s'assurer de la confidentialité des informations transmises ?

Préalablement à la transmission aux différents investisseurs financiers contactés d'informations relatives à l'entreprise, il leur est généralement demandé de signer un accord de confidentialité. En effet, dans le cadre des échanges qui auront lieu avant la conclusion de l'opération, des informations confidentielles vont leur être transmises (stratégie de développement, nom des principaux clients, niveaux de marge, liste des principaux cadres, etc.), informations dont la diffusion pourrait être préjudiciable à l'entreprise. La signature d'un tel accord permet donc à l'entrepreneur d'encadrer cette diffusion et de s'assurer que ces informations seront traitées par ses interlocuteurs dans le respect de leur confidentialité.

Les principaux termes d'un accord de confidentialité sont généralement les suivants :

- **Définition des informations confidentielles** : celle-ci est généralement assez large et comprend non seulement les documents transmis mais également les informations données de manière orale ; le fait même que des discussions relatives à l'entrée d'un partenaire financier au capital de l'entreprise soient en cours est souvent considéré comme confidentiel ;
- **Obligations de confidentialité à respecter par les investisseurs financiers** avec notamment comme obligation :
  - > de ne communiquer ces informations qu'aux conseils et membres de l'équipe d'investissement, en s'assurant du respect par ces derniers de l'engagement de confidentialité ;
  - > de ne pas utiliser les informations dans le cadre d'un usage autre que celui de l'étude de l'opération ;
  - > de restituer (ou détruire) à première demande du dirigeant, et dans la mesure du possible, tous les supports d'information qui auront été remis ;
  - > de ne solliciter et/ou de ne débaucher aucun salarié de l'entreprise.
- **La durée de l'engagement de confidentialité** : celle-ci est souvent comprise entre six mois et deux ans.

Ensuite, lors de l'entrée au capital du partenaire financier retenu, l'accord de confidentialité se dénoue et est remplacé par les documents contractuels formant l'accord définitif des parties. En revanche, pour l'ensemble des investisseurs financiers qui n'auront pas été retenus, l'engagement de confidentialité continuera de s'appliquer pendant la durée qui aura été initialement fixée.

L'entrepreneur et son conseil financier doivent par ailleurs soigneusement veiller à contrôler la diffusion des présentations de l'entreprise, en particulier vis-à-vis des acteurs industriels qui pourraient détourner ces informations à des fins de concurrence. La discussion avec des acteurs non financiers obéit ainsi à des règles différentes de celles qui président à la discussion avec des investisseurs financiers. Il est donc important de bien définir en amont le périmètre des partenaires potentiels : s'agit-il uniquement d'investisseur financier ou bien un partenaire industriel est-il également envisageable ?



### « Quels sont les frais associés à une opération de Capital Développement ? »

Les frais sont essentiellement constitués :

- des honoraires d'avocats liés à l'opération ;
- des frais liés aux due diligences (juridique, fiscal, social, comptable et financier, etc.) réalisées par l'investisseur financier ;
- en cas de recours à la dette, des frais de montage prévus par les banques ;
- le cas échéant, de la rémunération de l'intermédiaire mandaté par l'entreprise ou ses actionnaires.

En principe, la prise en charge des frais liés à une opération entre les différentes personnes (physiques et morales) intéressées à cette opération est allouée en fonction des services qui auront été rendus, de la personne qui en a bénéficié et, naturellement, de son intérêt social. La prise en charge des frais fait souvent l'objet de négociations entre les parties qui peuvent décider, dans certaines limites, de certains aménagements.

Par exemple, en cas d'intervention d'un intermédiaire pour mettre en oeuvre une augmentation de capital, les frais correspondants seront intégralement pris en charge par la société. Si cet intermédiaire a pour rôle de rechercher une liquidité pour le compte de certains actionnaires, les frais correspondants seront alors pris en charge par ces derniers.

De la même manière, la charge des honoraires d'avocats sera répartie en fonction de la nature de l'opération et de celle des prestations. La société pourra ainsi supporter les frais liés à une augmentation de capital ou ceux liés au montage et la structuration de l'opération. En cas de « *cash-out* » de l'entrepreneur ou d'autres actionnaires, ces derniers devront prendre en charge les frais de leurs avocats respectifs.

En général, ce sujet est discuté au cas par cas avec les avocats conseils des différentes parties, de manière à s'assurer que les frais supportés par la société correspondent bien à son propre intérêt social.

## 2 - LA DÉTERMINATION DU NIVEAU DE VALORISATION



### « Comment est déterminée la valorisation ?

Afin de déterminer la part du capital de l'entreprise détenue par le partenaire financier suite à son investissement, son entrée au capital se fait sur la base d'une valorisation des titres déterminée d'un commun accord entre les parties.

Cet exercice de valorisation peut se faire en utilisant différentes méthodes (multiples d'EBE<sup>(1)</sup>, de REX<sup>(2)</sup>, de RN<sup>(3)</sup>, actualisation des flux de trésorerie, actif net réévalué, etc.), l'objectif de toutes ces méthodes étant d'aboutir à une valorisation pour 100 % des titres.

Ensuite, certains ajustements peuvent être apportés pour tenir compte de l'environnement actionnarial de l'entreprise et ce, notamment, dans le cadre des investissements minoritaires. En effet, pour tenir compte des contraintes associées à la position d'actionnaire minoritaire (impact sur la vie de l'entreprise dépendant des décisions de l'actionnaire majoritaire, maîtrise limitée de la liquidité, etc.), une décote de minorité est généralement appliquée à la valorisation globale initiale. Toutefois, dans les cas où, par exemple, l'actionnaire majoritaire prendrait l'engagement, via la clause de sortie, d'assurer la liquidité du partenaire financier en mettant en vente l'intégralité du capital de la société, il n'est pas rare de voir la décote de minorité assez significativement réduite lors de l'entrée du partenaire financier.

Il est important de rappeler que cet exercice de valorisation est un exercice théorique permettant avant tout de donner un ordre d'idée pour la valeur des titres de l'entreprise. En effet, la véritable valeur de ces titres, c'est-à-dire leur prix, est fonction d'éléments subjectifs, tels que la perception de la valeur d'un savoir-faire détenu par l'entreprise, l'existence de barrières à l'entrée, le taux de croissance du marché de l'entreprise ou encore la confiance dans la solidité d'une position de marché.

In fine, le prix des titres dépendra donc de l'issue des négociations entre, d'une part, l'actionnaire entrepreneur ou les actionnaires vendant leurs actions et, d'autre part, l'investisseur financier désireux d'entrer au capital de la société.



### « Ai-je bien négocié la valorisation ?

Il est toujours difficile, pour l'actionnaire entrepreneur comme pour le partenaire financier, de savoir si le niveau de valorisation finalement négocié est le meilleur qu'il était possible d'obtenir. Néanmoins, comme pour toute négociation, il est important d'aborder la discussion relative à la valorisation en ayant préalablement réfléchi aux deux paramètres suivants :

- jusqu'à quel niveau de valorisation suis-je prêt à aller ?
- jusqu'à quel niveau de valorisation mon interlocuteur est-il prêt à aller ?

Pour le chef d'entreprise, le niveau de valorisation minimum à obtenir va être fonction du niveau de dilution qu'il est prêt à accepter et, le cas échéant, du montant minimum qu'il

(1) Excédent Brut d'Exploitation

(2) Résultat d'Exploitation

(3) Résultat Net

souhaite retirer de la cession d'une partie de ses titres. Ceci est largement fonction d'attentes personnelles mais il est bon de conserver certaines idées présentes à l'esprit lors de la définition de ce niveau minimum de valorisation :

- ce niveau de valorisation et donc le multiple implicite doivent être en ligne avec les comparables du secteur : une entreprise présente dans le secteur du transport de marchandises ne sera pas valorisée au même niveau qu'une entreprise spécialisée dans la fabrication de bouteilles en verre, qui elle-même ne sera pas valorisée au même niveau qu'une société spécialisée dans les services informatiques. En premier lieu, il est donc important de se faire une première idée du niveau de valorisation des entreprises de son secteur en se référant, par exemple, aux multiples utilisés pour les sociétés cotées de ce secteur et en appliquant ensuite une décote pour tenir compte d'une éventuelle différence de taille ou de spécificités particulières ;
- ce niveau de valorisation doit refléter les éléments relatifs à la solidité de la position de la société sur son marché ainsi qu'à ses perspectives de développement. Ainsi, sur un même secteur d'activité, le leader français d'un secteur sera mieux valorisé qu'un acteur régional et une société présente sur une technologie porteuse sera mieux valorisée qu'une autre qui utiliserait une technologie vieillissante ;
- la définition du niveau de valorisation, et donc de la dilution associée à l'opération, ne doit pas être guidée par le désir de maintenir le futur partenaire financier sous le seuil de la « minorité de blocage ». En effet, tout capital développeur demandera des droits (cf. page 42 « La gouvernance ») qui seront généralement au moins aussi forts que ceux d'un actionnaire disposant d'une minorité de blocage.

Pour un investisseur financier, ce niveau de valorisation sera très largement basé sur son objectif de retour sur investissement et sur le niveau de certitude associé à l'atteinte de cet objectif :

- le multiple de valorisation retenu devra être en ligne avec les comparables du secteur : l'investisseur financier sait qu'à sa sortie, le multiple retenu sera celui du secteur et il ne peut donc pas se permettre de retenir un multiple qui soit en décalage ;
- le Business Plan doit permettre à l'investisseur financier de réaliser un retour sur investissement conforme à ses objectifs. A noter que l'investisseur financier pourra raisonner sur la base d'un Business Plan qu'il considérera comme plus réaliste ;
- ce niveau de valorisation doit intégrer les caractéristiques essentielles de l'opération considérée : par exemple, un investisseur financier minoritaire sera plus enclin à mieux valoriser une entreprise dans le cadre d'une opération où les paramètres de sortie seront clairement définis, notamment si le chef d'entreprise prend l'engagement de procéder à une cession de l'entreprise à un horizon prédéterminé.

Enfin, il est important de retenir que la valorisation retenue est un des éléments essentiels de l'opération ainsi qu'un élément fondateur du partenariat. En conséquence, si, postérieurement à l'opération, un des deux partenaires a le sentiment d'avoir été abusé, il risque de chercher à se rattraper et le partenariat s'en ressentira : la probabilité est alors forte pour que l'opération soit un échec pour les deux partenaires.

En résumé, une bonne négociation sera une négociation où chacun des deux interlocuteurs sera à l'aise avec le niveau de valorisation retenu, cette valorisation n'étant que la résultante de l'ensemble des autres paramètres de l'opération. L'atteinte de cet objectif suppose :

- pour le chef d'entreprise, de porter un jugement factuel sur les forces et faiblesses de sa société et de clairement énoncer ses attentes à son partenaire financier potentiel ;
- pour l'investisseur financier, de bien analyser et comprendre les caractéristiques essentielles de l'opération considérée et de clairement énoncer ses attentes au chef d'entreprise ;
- pour les deux partenaires, d'échanger de manière transparente et constructive pour aboutir à un consensus sur le niveau de valorisation.



« *Est-ce une bonne idée d'avoir recours à un mécanisme d'ajustement du prix ?* »

Le recours à un mécanisme d'ajustement du prix est une manière de trouver un accord lorsque les positions des deux interlocuteurs sont proches mais où la valorisation minimum attendue par le chef d'entreprise reste supérieure à la valorisation maximum que l'investisseur financier est prêt à accorder.

Cette situation de décalage peut notamment survenir lorsqu'il existe une incertitude dans l'environnement de l'opération et que, par exemple, un élément est considéré, de bonne foi, comme certain par un des deux interlocuteurs et comme incertain par l'autre. Le cas de figure le plus classique est l'atteinte des objectifs budgétés pour l'exercice en cours.

Dans le cas du recours à un mécanisme d'ajustement du prix, on assiste à une opération en deux temps et la valorisation définitive est arrêtée suite à l'atteinte, ou non, de certains objectifs par l'entreprise :

- dans un premier temps, l'opération est réalisée sur la base d'une valorisation pivot, celle-ci pouvant être par exemple, la moyenne entre la valorisation maximum acceptée par l'investisseur financier et la valorisation minimum acceptée par le chef d'entreprise ;
- dans un deuxième temps, la part du capital détenue par chacun des actionnaires est ajustée en fonction de l'atteinte, ou non, des objectifs que le chef d'entreprise s'était assigné.

Techniquement, l'ajustement de prix peut prendre la forme d'obligations convertibles avec une parité variable (en fonction d'objectifs à convenir), l'une ou l'autre des parties étant ensuite diluée en fonction de l'atteinte ou non de ces objectifs.

A titre d'illustration, voici un exemple de mécanisme d'ajustement de prix dans le cas d'une opération consistant en une augmentation de capital réalisée en cours d'année, avec notamment un budget présentant une croissance de la rentabilité de 20 % par rapport à l'exercice précédent :

- l'investisseur financier juge crédible une progression de 10 % mais n'est pas prêt à fonder sa valorisation sur des prévisions de croissance de 20 % : la valorisation pivot est fondée sur une croissance de la rentabilité de 15 % pour l'exercice en cours ;
- les fonds sont versés par le partenaire financier au closing de l'opération, par exemple en juin, ceux-ci lui donnant droit à la fois à des actions (comme dans une opération sans ajustement de prix) ainsi qu'à des produits plus complexes, comme par exemple des obligations convertibles ;

- en mai de l'année suivante, au moment de l'arrêté des comptes, le niveau de valorisation définitif est calculé sur la base d'une formule définie d'un commun accord entre les parties. Dans ce contexte :
  - > si la croissance de la rentabilité a été de 15 %, alors les obligations convertibles sont converties sur la base d'une action pour une obligation convertible, la valorisation définitive étant égale à la valorisation pivot ;
  - > si la croissance de la rentabilité a été de 20 %, ou plus, alors l'actionnaire entrepreneur a atteint ses objectifs et le niveau de valorisation retenu est celui qu'il attendait initialement : chaque obligation convertie donne le droit à moins d'une action, et la part du capital détenue par le partenaire financier diminue de manière à ce que celle-ci soit *in fine* basée sur la valorisation attendue initialement par le chef d'entreprise ;
  - > si la croissance de la rentabilité a été de 10 %, ou moins, alors le niveau de valorisation retenu est celui que le partenaire financier envisageait initialement : chaque obligation convertie donne le droit à plus d'une action, et la part du capital détenue par le partenaire financier augmente de manière à ce que celle-ci soit *in fine* basée sur la valorisation qu'il avait initialement proposée.

Néanmoins, même si le recours à un mécanisme d'ajustement de prix peut être un moyen de trouver un accord sur la valorisation entre les deux futurs partenaires, il est utile de rappeler que la mise en pratique d'un tel mécanisme peut générer une forme de frustration pour le partenaire qui voit sa participation diluée.

### 3 - LE RECOURS À L'EFFET DE LEVIER : L'OBO

L'OBO (*Owner Buy-Out*) est une opération de Capital Développement où l'entrée du capital développeur se fait par le biais d'une holding d'acquisition endettée. En effet, cet endettement peut être un élément permettant d'atteindre les objectifs du chef d'entreprise tout en limitant la dilution associée à l'entrée d'un partenaire financier.



« *Quel est l'intérêt d'avoir recours à une holding d'acquisition endettée ?* »

Pour répondre aux différents besoins de l'entreprise et/ou de l'actionnaire entrepreneur, le capital développeur peut intervenir à deux niveaux : soit en prenant une participation directement dans la société opérationnelle, soit en prenant une participation dans une holding commune de contrôle.

Les principales caractéristiques de ces deux modalités d'intervention sont les suivantes :

#### a) Prise de participation dans la société opérationnelle

Ce type d'intervention est le plus simple à mettre en œuvre, notamment parce qu'il n'entraîne pas de modification profonde de la structure juridique de la société ou du groupe de sociétés. La prise de participation directe est notamment utilisée en cas d'augmentation de capital ou en cas de rachat de titres (diversification patrimoniale ou bien reclassement) directement auprès d'un actionnaire vendeur.

#### b) Prise de participation via une holding de contrôle endettée

Ce type d'intervention suppose une modification substantielle de l'actionnariat de la société opérationnelle, une holding de contrôle se substituant à ses actionnaires historiques, qui deviennent alors actionnaires de la holding de contrôle :

- l'actionnaire entrepreneur et éventuellement d'autres actionnaires historiques apportent des titres à une holding de contrôle qui devient alors actionnaire de la société opérationnelle ;
- le partenaire financier investit dans la holding de contrôle via un apport en numéraire ;
- la holding de contrôle rachète des titres à certains actionnaires historiques, ses ressources provenant de l'apport de fonds réalisé par le partenaire financier ainsi que d'un recours à l'endettement.

Le principal intérêt d'une telle opération est qu'elle permet de limiter la dilution associée à l'opération. Cela suppose de lever une dette au niveau de la holding de reprise : le recours à ce type de montage implique qu'une partie de la trésorerie générée par la société au cours du partenariat soit utilisée pour payer les intérêts associés à cette dette et procéder à son remboursement progressif.

**EXEMPLE >>LA SOCIÉTÉ MALHERBE**

Le groupe Malherbe, dirigé depuis 2001 par Alain Samson, est spécialisé dans le transport de marchandises et l'affrètement ; il se classe aujourd'hui parmi les dix premiers acteurs au niveau national et bénéficie notamment d'une forte présence dans l'ouest de la France.

Créé en 1963, le groupe a accéléré son développement après sa reprise en 2001 par Alain Samson, son Directeur Général. Le groupe a alors mis en place un plan de croissance externe ambitieux, réitéré lors de l'entrée d'Activa Capital en 2004. En trois ans, la société a vu son chiffre d'affaires progresser de 90 M€ à près de 150 M€, en appliquant notamment une stratégie de développement claire et ambitieuse : une croissance externe volontariste, une croissance organique soutenue et une rentabilité maîtrisée.

En 2008, Alain Samson a réorganisé le capital de sa société et, aux cotés de N.I. Partners, a organisé le rachat de la participation détenue par Activa Capital. Dans le cadre de cette opération, une holding de reprise a été créée et :

- Alain Samson et les principaux cadres du groupe Malherbe ont apporté leurs titres à cette holding ;
- N.I. Partners a procédé à une augmentation de capital en numéraire ;
- les partenaires bancaires du groupe ont accordé un prêt à cette holding, le montant emprunté étant raisonnable pour ne pas obérer les perspectives de développement du groupe ;
- la somme des montants apportés par N.I. Partners et prêtés par les banques a permis de racheter l'ensemble des titres détenus par Activa Capital.

Cette opération a permis à Alain Samson d'atteindre ses objectifs : organiser la sortie d'Activa Capital tout en devenant l'actionnaire majoritaire du groupe.



« **L'OBO est-il une solution pour assurer une diversification patrimoniale ?**

Le recours à une holding d'acquisition endettée est notamment utilisé lorsque l'objectif principal de l'actionnaire entrepreneur est de diversifier son patrimoine.

En effet, pour assurer une telle diversification patrimoniale, le chef d'entreprise peut choisir de vendre directement ses titres à un partenaire financier mais, dans ce cas, la dilution qu'il subit est directement proportionnelle à la proportion cédée du capital. Par exemple, pour extérioriser 60 % de la valeur de ses titres, le chef d'entreprise doit céder 60 % de ses titres ... mais il devient alors minoritaire.

En revanche, le recours à un OBO peut permettre à un chef d'entreprise de réaliser une part substantielle de la valeur de ses titres tout en conservant le contrôle de son entreprise. Ainsi, dans l'exemple ci-après, le chef d'entreprise percevrait près de 75 % de la valeur de ses titres tout en continuant à contrôler 50,1 % du capital de sa société.

En pratique, les OBO ayant pour but principal d'assurer une diversification patrimoniale sont souvent réalisés par des actionnaires entrepreneurs qui souhaitent préparer leur succession. Ceux-ci mettent alors en œuvre une situation transitoire de quelques années, à laquelle participe un capital développeur, avant de procéder à la vente de l'intégralité de leurs titres.

Au cours de cette période transitoire, l'objectif commun des actionnaires sera principalement de préparer la cession à moyen terme tout en plaçant l'entreprise sur une bonne trajectoire à long terme et donc :

- de préparer la succession de l'actionnaire entrepreneur, notamment en redéfinissant, le cas échéant, les axes de développement prioritaires de la société et en procédant aux recrutements nécessaires ;
- d'aménager le système de gouvernance et de suivi de l'activité pour rendre la société apte à être vendue à un actionnaire financier ou industriel ;
- d'optimiser les performances de la société avant sa mise en vente.

## EXEMPLE

**SITUATION INITIALE**

Actionnaire Entrepreneur  
(valeur des titres de l'entreprise = 100)

100 %

ENTREPRISE

**OBO**

Actionnaire Entrepreneur  
Apport de titres : 25,05  
(i.e. 50,1 % du capital de la Holding)

Partenaire financier  
Apport en numéraire : 24,95  
(i.e. 49,9 % du capital de la Holding)

**HOLDING D'ACQUISITION**  
Capital : 50  
Dette : 50

100 %

ENTREPRISE

**CONCLUSION**

Dans les faits, la mise en œuvre d'un OBO est, avant tout, fonction des objectifs du chef d'entreprise face à l'opération de Capital Développement considérée :

- cherche-t-il à financer la croissance de son entreprise, à recomposer le capital de sa société ou à réaliser les deux opérations conjointement ?
- sa propre diversification patrimoniale est-elle un des grands enjeux du projet ?
- quel niveau de dilution et quel niveau de risque est-il prêt à accepter pour atteindre ses objectifs ?

En tout état de cause, l'entrée d'un capital développeur est souvent accompagnée d'une réflexion sur la structure de financement à moyen et long terme de l'entreprise et, d'une manière générale, le recours à l'effet de levier est un moyen efficace d'amener les partenaires à atteindre leurs objectifs en permettant notamment :

- à l'actionnaire entrepreneur, de trouver un point d'équilibre entre son besoin de financement, sa dilution et le risque associé à l'opération ; et
- au partenaire financier, d'améliorer son retour sur investissement.

## 4 - LA CONSTITUTION D'UN TOUR DE TABLE

Lorsqu'un chef d'entreprise décide d'ouvrir le capital de son entreprise, la question du co-investissement peut alors se poser : souhaite-il faire entrer un seul ou plusieurs partenaires financiers et quelles sont les implications d'avoir plusieurs co-investisseurs à ses côtés ?



### « Faut-il ouvrir son capital à plusieurs partenaires financiers ? »

Le fait d'avoir plusieurs partenaires financiers à son tour de table présente des avantages pour l'actionnaire entrepreneur. Cela permet notamment :

- **d'augmenter l'apport financier** : lorsque l'actionnaire entrepreneur recherche un financement important, cette configuration du tour de table peut l'aider à réunir l'intégralité des sommes nécessaires à l'opération considérée ;
- **de diversifier les apports en fonction des spécificités des partenaires financiers** : en fonction de ses caractéristiques propres, chaque type d'investisseur pourra apporter sa contribution spécifique ;
  - > l'investisseur généraliste apportera son expérience acquise dans le cadre d'entreprises de tailles et d'activités variées : cela peut permettre à l'actionnaire entrepreneur de profiter, dans son domaine d'activité, d'expériences qui ont été fructueuses dans d'autres secteurs et d'améliorer l'accès de l'entreprise à des ressources clés (recrutement, R&D, innovation, financement) ;
  - > l'investisseur spécialisé dans un secteur d'activité apportera son expertise de ce secteur, que ce soit grâce à sa connaissance de sociétés comparables qu'il a pu rencontrer, étudier ou financer ou encore en faisant bénéficier l'entreprise d'un accès privilégié à certains clients, fournisseurs, etc. ;
  - > l'investisseur régional, par son ancrage à un réseau local, pourra contribuer à l'obtention de soutiens au niveau de l'écosystème industriel, administratif et politique local ;
  - > l'investisseur d'envergure internationale pourra aider l'actionnaire entrepreneur dans le cadre de son développement à l'étranger, en particulier grâce à sa connaissance de nouveaux marchés convoités par l'entreprise ;
- **de mobiliser plus rapidement des moyens importants en cas de besoins complémentaires de financement**
  - > les partenaires financiers déjà présents au capital ont une connaissance de la société qui leur permet de réagir rapidement en cas de besoin de financement complémentaire, que ce soit dans le cadre d'une situation favorable, comme lorsqu'une opportunité de croissance externe nécessitant un renforcement des fonds propres se présente, ou dans le cadre d'une situation plus difficile, comme lorsque l'entreprise doit financer un plan de restructuration ;
  - > en particulier, rappelons que, si une opération de rachat d'une autre entreprise se présente et nécessite une forte réactivité, il sera nettement plus aisé pour l'actionnaire entrepreneur de faire appel à ses partenaires financiers existants pour financer cette opération que de faire appel à de nouveaux investisseurs. A ce titre, il est donc important que l'entrepreneur ait une connaissance des capacités de réinvestissement de ses futurs partenaires financiers.

Toutefois, l'actionnaire entrepreneur doit garder à l'esprit qu'avoir plusieurs co-investisseurs à ses côtés comporte des inconvénients qui vont au-delà de la complexité associée à la gestion de plusieurs interlocuteurs :

- **Un actionariat dispersé :**

- > cette situation peut conduire à une dilution de l'implication et de la responsabilisation des partenaires financiers, certains pouvant avoir tendance à s'appuyer sur les autres investisseurs ;
- > par ailleurs, si une société a connu plusieurs tours de financements successifs, avec des partenaires financiers à chaque fois différents, cela peut conduire à la présence d'un grand nombre d'actionnaires au capital et à une plus grande difficulté pour les rassembler autour d'un projet commun.

- **La gestion de potentiels conflits d'intérêts entre les différents partenaires financiers** car, même si les différents partenaires financiers ont globalement des intérêts alignés en termes d'objectifs (plus-value, durée de détention de la participation, reporting, gouvernance, etc.), ils peuvent avoir des positions différentes sur certains sujets, ces divergences étant souvent liées à des intérêts ponctuellement divergents :

- > une date d'entrée différente dans le capital de la société et à des conditions différentes : un partenaire financier entré plus récemment dans une entreprise, sur la base d'un niveau de valorisation potentiellement plus élevé, n'aura pas la même sensibilité à une opportunité de liquidité ;
- > une position différente face à des opportunités qui se présentent à la société, que ce soit (i) pour des raisons de capacité et/ou de volonté à réinvestir, (ii) pour des raisons de différence dans la perception de l'environnement de la société, ou encore (iii) pour des raisons d'horizon de liquidité ;
- > notons que cette volonté d'éviter les conflits d'intérêt explique notamment la rareté des financements combinant à la fois l'entrée au capital d'investisseurs financiers et celle d'industriels.

#### CONCLUSION

En cas de co-investissement, il est important pour l'actionnaire entrepreneur de se renseigner de manière approfondie sur ses futurs partenaires financiers, pour s'assurer qu'ils pourront « vivre ensemble ». Il devra veiller à maximiser l'alignement de leurs intérêts, notamment en ce qui concerne leur horizon de liquidité et leur prix d'entrée.

**EXEMPLE >> LA SOCIÉTÉ LE FLOCH DÉPOLLUTION**

Le groupe Le Floch est un groupe spécialisé dans la dépollution et la réhabilitation de sites et les travaux techniques d'accès difficiles. Il a réalisé en 2007 un chiffre d'affaires d'environ 40 M€ et connaît une croissance soutenue depuis sa création en 1998, tant par l'acquisition de sociétés que par l'accroissement du nombre de ses marchés. Parmi ses références se trouvent notamment le traitement de la pollution de l'Erika ou la dépollution du site d'AZF.

En mai 2008, le groupe Le Floch a ouvert son capital au fonds d'investissement Demeter, spécialiste des secteurs des éco-industries et éco-énergies, à CIC Investissement et à Ouest Croissance, l'objectif de cette opération étant de permettre au groupe de financer sa croissance organique (création de filiales et recrutement) et la poursuite de sa stratégie de croissance externe.

Compte tenu du montant investi, du caractère sectoriel du fonds et de sa relation ancienne avec le dirigeant Patrick Le Floch, Demeter joue le rôle de « lead investor » dans cet investissement. A ce titre, Demeter a piloté avec ses conseils l'ensemble des audits et l'élaboration de la documentation juridique. C'est donc Demeter qui a été l'interlocuteur de l'entrepreneur pendant cette phase et qui s'est chargé de la coordination avec les deux autres investisseurs.

L'opération s'est accompagnée de la mise en place d'une gouvernance plus normée afin d'aider les dirigeants à structurer davantage leur groupe et son fonctionnement. En tant que « lead investor », Demeter détient ou peut proposer 4 postes sur les 5 postes du Conseil de surveillance. L'entrepreneur a donc un interlocuteur privilégié clairement identifié.



**« Comment sont traités les partenaires financiers historiques lors de l'entrée de nouveaux partenaires financiers ? »**

L'arrivée de nouveaux investisseurs au capital est souvent l'occasion pour les anciens de céder leur participation. Cette sortie peut être exigée par les nouveaux entrants afin d'éviter des divergences de position et les éventuels conflits d'intérêts précédemment évoqués. Dans ce cas, les participations des partenaires financiers historiques sont rachetées sur la base du prix de l'opération.

Si ces actionnaires conservent leurs participations, ils pourront constituer un groupe de partenaires financiers « historiques », catégorie d'actionnaires disposant généralement de prérogatives spécifiques dans le pacte d'actionnaires, et ils devront alors adhérer au projet d'entreprise présenté lors de la nouvelle opération, notamment en termes d'horizon de liquidité. Notons que dans les cas où ces partenaires financiers « historiques » participent au nouveau tour de financement, ils ont alors une position intermédiaire qui réduit le risque de conflit d'intérêt entre les différents groupes de partenaires financiers.

**CONCLUSION**

En cas de recours à des co-investisseurs, bien choisir son « tour de table » est essentiel pour le chef d'entreprise : il doit non seulement veiller à établir une relation de qualité avec chaque partenaire financier mais également s'assurer que les relations entre les différents actionnaires seront harmonieuses et qu'à aucun moment ils ne risquent de se trouver en situation de divergence d'intérêts.

## 5 - LA GARANTIE D'ACTIF ET DE PASSIF (OU « GAP »)



### « Pourquoi existe-t-il ce principe de garantie d'actif et de passif ?

Une prise de participation dans une société par voie de rachat d'actions et/ou d'augmentation de capital équivaut à acquérir une part des actifs mais aussi des dettes composant son patrimoine. L'investisseur financier pourra appréhender l'état du patrimoine de la société dans laquelle il investit au moyen d'une situation comptable de référence arrêtée à une date la plus proche possible de celle de son investissement. Son appréciation sera complétée par celle de ses propres auditeurs au moyen d'un audit contradictoire pour vérifier que les procédures comptables utilisées sont correctes (par exemple : méthode de valorisation des stocks, méthode d'amortissement, méthode de détermination des provisions pour risques, etc.).

Toutefois, l'établissement d'un bilan récent ne permet pas à l'investisseur financier de se protéger contre :

- des passifs ayant leur origine antérieurement à la date de l'investissement qui peuvent n'apparaître que postérieurement : sommes à payer au titre de redressements fiscaux, indemnités à payer au titre de litiges, etc. ;
- des actifs figurant dans le bilan établi en vue de l'opération concernée qui pourraient disparaître ou voir leur valeur diminuer : créances irrécouvrables, produits finis défectueux, etc.

Les discussions relatives à l'octroi d'une garantie d'actif et de passif s'inscrivent dans la suite des travaux de due diligences. En effet, il se peut que l'information communiquée lors des audits s'avère être satisfaisante et exhaustive mais mette néanmoins en évidence un ou plusieurs risques spécifiques, dont le capital développeur considère qu'il n'a pas en supporter les conséquences financières. Il peut aussi arriver que l'information communiquée s'avère peu satisfaisante ou incomplète et/ou que des zones d'ombre subsistent.

▶▶▶▶ Pour pallier ces carences, l'investisseur financier demande généralement à bénéficier d'une garantie d'actif et/ou de passif (communément appelée « GAP »), lui permettant notamment de ne pas assumer les conséquences des risques relevant de la gestion de la société à une époque où il n'était pas encore entré au capital.

La mise en jeu de la convention de garantie d'actif et de passif permettra principalement d'indemniser « l'inconnu ». ◀◀◀◀



### « Quel est le contenu d'une garantie d'actif et de passif ?

Une garantie d'actif et de passif est généralement structurée en deux parties : l'une est consacrée à l'étendue des garanties, l'autre, aux modalités d'indemnisation.

#### a) L'étendue des garanties

Cette partie consiste en une énumération d'un certain nombre de déclarations formulées par le ou les garants et relatives à la société, son actionnariat, ses activités et la composition de son patrimoine. Ces déclarations visent à confirmer l'exactitude des informations qui ont été communiquées à l'investisseur financier lors des due diligences et permettent de figer une

image de la société à la date de l'investissement. Les échanges sur les déclarations présentent plusieurs vertus :

- ils permettent aux futurs partenaires d'échanger sur l'ensemble des zones de risques qui pourraient exister et offrent ainsi l'avantage d'initier un dialogue entre le futur partenaire financier et le ou les garants, ce dialogue étant destiné à lever, autant que possible, les zones d'ombre qui subsisteraient à l'issue des due diligences ;
- ils permettent à l'actionnaire entrepreneur de prendre conscience d'éventuels risques non identifiés dans le cadre des due diligences ;
- ils contribuent à responsabiliser l'ensemble des garants sur les risques, leur quantification et leur probabilité d'occurrence ;
- ils démontrent l'intention des garants de jouer le jeu de la transparence vis-à-vis du capital développeur.

#### b) Les modalités d'indemnisation

La seconde partie de la GAP précise le mécanisme d'indemnisation permettant la réparation du préjudice subi, en raison de l'inexactitude des déclarations ou en vertu d'une diminution de l'actif ou d'une augmentation du passif par rapport à la situation financière de référence.

Le dédommagement en numéraire est généralement la solution privilégiée, notamment pour des raisons de simplicité de mise en œuvre, mais également pour des raisons économiques : si la matérialisation d'un risque résulte en une sortie de trésorerie pour la société (par exemple, le paiement d'une somme importante suite à un redressement fiscal), un dédommagement en titres ne résout pas le problème principal qui est celui d'un besoin de trésorerie pour la société. Toutefois, les actionnaires personnes physiques peuvent ne pas toujours disposer des fonds nécessaires à une indemnisation si l'opération ne comporte pas de « *cash-out* » : dans ce cas, la solution d'un dédommagement en actions peut être envisagée.

La garantie est généralement limitée dans le temps et dans son montant. Traditionnellement, pour les passifs fiscaux et sociaux, la durée de la garantie est calquée sur la durée des prescriptions. Pour les autres préjudices, la durée de la garantie est généralement comprise entre douze et trente six mois. Les montants garantis sont également encadrés au moyen d'une franchise (le préjudice ne pouvant donner lieu à indemnisation qu'au-delà d'une somme forfaitaire arrêtée entre les parties) et d'un plafond (le montant maximum de l'indemnisation quel que soit le montant du préjudice).

Toutefois, au-delà de ces notions de risques et de couvertures associées, il est bon de retenir que la mise en jeu de la GAP par le partenaire financier est généralement délicate à réaliser. En effet, une telle mise en jeu est de nature à dégrader les relations entre les deux partenaires et, en pratique, le partenaire financier n'aura pas véritablement intérêt à mettre en jeu la garantie d'actif et de passif pour des préjudices mineurs. Il préférera que le management se concentre sur le développement de la société. Dès lors, on comprendra que le motif d'appel en garantie devra être véritablement sérieux et d'une ampleur suffisante pour que le partenaire financier prenne le risque de se fâcher avec l'actionnaire entrepreneur en l'appelant en garantie, voire de compromettre sérieusement l'avenir du partenariat commun.



#### « *Comment négocier une garantie d'actif et de passif ?* »

Comme dans toute négociation, il s'agit pour chacun de bien comprendre les attentes du futur partenaire, afin de pouvoir y répondre efficacement. Souvent, on distingue les risques mis en évidence dans le cadre des due diligences, des autres risques.

Pour ce qui concerne les zones de risque qui auraient été révélées lors des échanges et des due diligences préalables à l'investissement, le sujet est souvent assez simple à traiter :

- il s'agit généralement d'éléments susceptibles de causer un préjudice futur à la société mais dont l'occurrence au cours de la vie du partenariat est incertaine ;
- si ces risques se matérialisent dans le futur, la relation de confiance n'est généralement pas dégradée parce que le risque est révélé, parfois quantifiable et a fait l'objet d'échanges entre les futurs partenaires ;
- face à ce risque, une approche peut être de ne pas diminuer la valorisation retenue en dépit de l'existence de ce préjudice potentiel et de réajuster la valorisation en cas de survenance de ce préjudice ; ainsi, le recours à une GAP peut permettre de trouver un terrain d'entente sur la manière d'intégrer dans la valorisation un risque substantiel dont l'occurrence serait limitée. Toutefois, si les actionnaires ne souhaitent pas donner de garanties, il est alors possible d'intégrer ce risque directement dans la valorisation à l'entrée, en diminuant celle-ci.

Le second cas de figure (les éléments qui causeraient, postérieurement à l'entrée du partenaire financier, un préjudice et qui n'auraient pas été portés à la connaissance de l'investisseur financier ou de ses conseils pendant la phase de due diligences) est souvent plus délicat à traiter. La couverture du risque est, par nature, générale et non spécifique :

- le futur partenaire financier va chercher à protéger son investissement contre des événements affectant de manière substantiellement négative son investissement et provenant d'événements passés qu'il n'est pas supposé, par essence, assumer ;
- dans le même temps, et dans la mesure où les risques ne sont pas quantifiables, les actionnaires de la société sont généralement mal à l'aise à l'idée de couvrir leur futur partenaire contre un risque dont ils ne connaissent pas la portée ;
- l'approche généralement retenue est alors de circonscrire cette couverture du risque à des événements affectant effectivement et de manière substantiellement négative la valorisation de la société et l'investissement du partenaire financier. Le recours à un système de « de minimis », de seuil et/ou de franchise, et l'instauration d'un plafond à l'engagement de couverture accordé par les garants (celui ou ceux qui accordent la garantie d'actif et de passif) permettent d'encadrer la responsabilité de ces derniers.



### « Qui accorde la garantie d'actif et de passif ? »

Selon la géographie de l'actionnariat, tout ou partie des actionnaires présents au capital de la société au moment de l'entrée du partenaire financier participe au mécanisme de la GAP. En effet, les actionnaires de la société sont les bénéficiaires ultimes de l'opération considérée et, surtout si la direction est assurée par l'un d'entre eux, sont ceux qui connaissent le mieux la société.

A ce titre, leur qualité d'actionnaires les place naturellement en position pour accorder des garanties à un investisseur financier souhaitant entrer dans le capital de leur société.

Néanmoins, il est admis que certains actionnaires, passifs dans la gestion de la société et/ou très minoritaires, ne participent pas à la garantie. En cas de tours de table successifs, certains investisseurs financiers présents au capital refusent même parfois d'être garants en invoquant le fait qu'ils ne participent pas à la gestion de la société.

## 6 - LE PACTE D'ACTIONNAIRES

L'entrée d'un capital développeur au capital d'une société s'accompagne systématiquement de la conclusion d'un contrat, signé par tout ou partie des actionnaires de la société, intitulé « pacte d'actionnaires », et ayant vocation à régir les relations entre actionnaires, et ce tout au long de la vie du partenariat avec ce nouvel actionnaire. A ce titre, les discussions autour du pacte d'actionnaires revêtent un caractère essentiel pour la vie de l'investissement.



### « Qu'est ce qu'un pacte d'actionnaires ?

Le pacte d'actionnaires est un document extra-statutaire dont les stipulations s'imposent à tous ses signataires et viennent compléter celles des statuts, lesquelles prévalent sur celles du pacte.

En pratique, et en fonction de la forme de la société, la plupart des stipulations du pacte d'actionnaires pourraient figurer dans les statuts mais l'arbitrage est parfois délicat entre (i) la volonté de refléter intégralement l'accord des parties dans les statuts, ce qui conférerait une plus grande protection et une meilleure sécurité juridique aux partenaires, et (ii) un souci de conserver confidentielles certaines clauses (les statuts étant un document public consultable par tous), ces dernières n'étant alors prévues que dans le pacte d'actionnaires.

Les futurs partenaires confieront la rédaction du pacte d'actionnaires à leurs avocats, dans la mesure où ce document est par essence un document technique devant exprimer de manière extrêmement précise et fidèle les spécificités propres à l'opération d'investissement concernée. En effet, le pacte doit permettre de faciliter et d'anticiper les conditions d'entrée, de vie commune et de sortie des actionnaires de la société. Un pacte d'actionnaires bien négocié et bien rédigé permettra souvent d'éviter des difficultés d'interprétation et ainsi d'anticiper la survenance de sujets éventuels de tension (tel que la sortie du partenaire financier, par exemple).

La signature du pacte d'actionnaires est, en principe, concomitante au versement des fonds par le partenaire financier, étant précisé que ce dernier et les autres actionnaires de la société se sont généralement mis d'accord sur les grands principes devant figurer dans le pacte dès le stade de la lettre d'offre.



### « Quel est le contenu d'un pacte d'actionnaires ?

Deux grandes familles de dispositions contractuelles coexistent dans un pacte d'actionnaires :

- **les clauses relatives à l'organisation et à la gouvernance de la société** : organes de direction, clause d'information, de consultations et d'autorisations préalables et de non-concurrence.
- **les clauses relatives à la composition et à l'évolution de l'actionnariat** : clauses d'inaliénabilité, d'agrément, de préemption, d'anti-dilution et de sortie.

Ces listes de clauses ne sont pas exhaustives et varient selon le contexte de l'opération envisagée : l'actionnaire entrepreneur, le partenaire financier et les autres actionnaires de la société pourront souhaiter que d'autres principes figurent également dans le pacte d'actionnaires, ces principes pouvant concerner la distribution des dividendes, les modalités de financement des opérations de croissance externe, etc.

Les dispositions relatives à la gouvernance de la société permettront au partenaire financier, avec l'équipe dirigeante, de déterminer les modalités relatives à l'organisation et au contrôle de la société.

Elles prévoient le plus souvent :

- le cas échéant, la transformation de la société en une forme mieux adaptée à l'investissement et au type de gouvernance recherché par les partenaires ;
- la désignation du capital développeur, ou de ses représentants, au sein de l'organe de direction ou de contrôle de la société, selon le cas, comme administrateur, censeur, membre du Conseil de surveillance ou membre d'un organe ad hoc de surveillance ;
- une liste de décisions importantes devant faire l'objet d'une approbation ou d'une consultation préalable de l'organe au sein duquel siègera le partenaire financier, ou de l'assemblée des actionnaires, le vote favorable du partenaire financier pour l'adoption de la décision concernée pouvant même être requise. Cette procédure ne sera pas nécessairement perçue d'un mauvais œil par le management qui obtiendra ainsi le blanc seing de l'organe de contrôle de la société sur des décisions importantes ;
- une obligation d'information renforcée des dirigeants au bénéfice du partenaire financier, celle-ci comprenant généralement la remise des comptes trimestriels ou semestriels ainsi que la communication d'éléments spécifiques concernant, par exemple, les cash-flows, le chiffre d'affaires, la rentabilité par ligne de produits, etc. ;
- une obligation de non-concurrence pour l'actionnaire entrepreneur, celle-ci devant être limitée dans le temps et dans l'espace, et venant compléter la clause de non-concurrence figurant déjà, le cas échéant, dans son contrat de travail.

Il est important de souligner que ces différentes mesures ne pourront avoir pour conséquence de priver l'actionnaire entrepreneur du contrôle qu'il détient sur la gestion de sa société. Elles ont, en effet, pour objectif d'établir un dialogue entre l'actionnaire entrepreneur et le capital développeur dans une perspective d'efficacité et d'amélioration des performances de la société. Parfois perçues comme une contrainte, les dispositions relatives à la gouvernance d'entreprise ont fait leurs preuves en pratique et l'actionnaire entrepreneur y verra souvent les outils indispensables au développement de son entreprise. Par exemple, la mise en place d'un reporting structuré facilitera le dialogue lors de l'entrée d'autres partenaires financiers qui apprécieront que l'actionnaire entrepreneur ait déjà mis en place de tels outils de communication financière.

Les dispositions relatives au transfert de titres de la société permettront aux partenaires d'organiser à la fois le contrôle de la configuration du capital et, pour certaines d'entre elles, la liquidité des titres.

Elles prévoient le plus souvent :

- une période d'inaliénabilité de tout ou partie des titres détenus par l'actionnaire entrepreneur, dans la mesure où le partenaire financier, afin de protéger son investissement, souhaitera s'assurer de la présence de l'actionnaire entrepreneur au capital de la société pendant une certaine durée après son entrée au capital ;
- un droit de préemption au bénéfice à la fois du partenaire financier et de l'actionnaire entrepreneur donnant le droit à ce(s) dernier(s) d'acquérir, par priorité aux autres actionnaires, les titres proposés à la vente par des actionnaires ;
- une clause d'anti-dilution dont le but est d'assurer aux actionnaires minoritaires de pouvoir participer à toute augmentation de capital à hauteur de leur quote-part du capital ;
- un droit de sortie conjointe (« tag along »), pouvant être proportionnel ou total, en vertu duquel toute cession de titres par un actionnaire autre que le partenaire financier - généralement l'actionnaire entrepreneur - donnera la faculté au partenaire financier, et éventuellement aux autres actionnaires minoritaires, de céder au tiers acquéreur tout ou partie de ses titres aux mêmes termes et conditions ;

- une obligation de sortie totale (« drag along »), en cas d'acceptation, par un groupe d'actionnaires représentant un certain pourcentage du capital, d'une offre faite par un tiers portant sur la totalité ou la quasi-totalité des titres de la société – des cliquets de mise en œuvre étant parfois prévus comme, par exemple, la réalisation d'un minimum de multiple ou de TRI –, ce *drag along* obligeant tous les autres actionnaires à céder leurs titres au tiers acquéreur aux mêmes conditions que celles figurant dans ladite offre.

Enfin, le pacte d'actionnaires comprend des dispositions qui ont pour objet d'assurer la sortie du capital développeur à terme (cf. chapitre 4).

En conclusion, rappelons que le pacte d'actionnaires reste un document juridique : même si les deux partenaires se connaissent depuis de nombreuses années et se font confiance, tous les sujets importants du partenariat y seront traités de manière détaillée.



### « Comment négocier un pacte d'actionnaires ? »

La discussion des termes du pacte d'actionnaires est généralement l'un des points délicats : une mauvaise évaluation des attentes de l'autre partenaire peut en effet faire échouer l'opération envisagée. Le pacte d'actionnaires étant supposé refléter l'esprit du partenariat, il est important que le chef d'entreprise détermine très en amont de sa réflexion le projet dans lequel il souhaite s'inscrire, en se demandant, par exemple, s'il est prêt à offrir à son partenaire financier une liquidité qui lui permette de valoriser, à terme, sa participation à sa juste valeur.

En apparence anodine, cette question en amène d'autres, plus fondamentales :

- quel est l'avenir de l'actionnariat de ma société, doit-elle rester familiale ou est-ce qu'une cession à terme est le scénario le plus probable ?
- si je désire que ma société reste familiale, comment puis-je donner l'assurance à mon futur partenaire qu'il obtiendra le meilleur prix, à terme, de sa participation ?

Une fois que le chef d'entreprise aura parfaitement déterminé ses attentes personnelles face au partenariat, il sera aisé d'échanger en toute transparence avec le partenaire financier potentiel en recherchant des solutions qui satisfassent l'ensemble des parties. Tout capital développeur connaît son champ de contraintes (ce qu'il peut accepter et ce qui est contraire à sa politique d'investissement) qu'il pourra adapter, dans la mesure du possible, aux attentes des autres actionnaires. Il cherchera à trouver un terrain d'entente avec le chef d'entreprise et à l'alerter en amont si un sujet risque de devenir un « point dur » dans le cadre des négociations. Il s'agira de traiter ce sujet en priorité et, le cas échéant, d'éviter d'aller trop loin dans les négociations en cas de désaccord.



## CHAPITRE 3

# Le partenariat

Une opération de Capital Développement vise à accompagner l'actionnaire entrepreneur dans sa stratégie de développement avec un objectif de création de valeur et de liquidité à moyen terme et, dans ce cadre :

- le chef d'entreprise définit la stratégie de développement de son entreprise et assure, avec son équipe de management, la gestion opérationnelle : en entrant dans le capital de la société, le partenaire financier adhère pleinement à cette stratégie de développement, celle-ci ayant fait préalablement l'objet de discussions ;
- le partenaire financier joue un rôle d'actionnaire actif et de partenaire à part entière de l'entreprise : il participe ainsi à la réflexion sur la mise en œuvre de la stratégie de développement et sur son éventuelle évolution, il suit les performances financières de l'entreprise, au travers notamment d'un reporting, et il conseille le dirigeant sur toute problématique susceptible d'avoir un impact substantiel sur la vie de l'entreprise, comme par exemple le rachat d'un concurrent.

Le capital développeur et l'actionnaire entrepreneur peuvent, à tout moment, initier un dialogue, sans pour autant que le partenaire financier ne s'imisce dans la gestion quotidienne, avec pour objectif commun de participer au processus de création de valeur aux côtés du dirigeant.

## 1 - LA GOUVERNANCE

Les modalités relatives à l'organisation et au contrôle de la société sont précisées de manière formelle dans la documentation juridique de l'opération : le choix de la forme sociale de la société et la définition de la répartition des rôles sont des questions centrales lors de l'entrée du partenaire financier.

Dans la plupart des cas, le partenaire financier entend réaliser son investissement au sein d'une société par actions, qu'il s'agisse d'une société anonyme (celle-ci offrant l'assurance d'un système éprouvé) ou d'une société par actions simplifiée (celle-ci permettant une quasi-entière liberté contractuelle). Pour cette raison, le capital développeur souhaite parfois qu'un changement de forme sociale intervienne préalablement à son entrée au capital, notamment si la société a été constituée sous forme de société à responsabilité limitée.

Une fois la forme sociale choisie, il convient de déterminer les structures du fonctionnement les plus adaptées à l'opération envisagée, et l'implication que le partenaire financier souhaite avoir dans la société. En un mot, le choix des organes sociaux et la répartition des rôles au sein de ceux-ci entre l'actionnaire entrepreneur et le capital développeur résulteront en un subtil équilibre qui reflète le partage du pouvoir et des responsabilités entre les deux partenaires.



### « Comment sont répartis les pouvoirs entre l'actionnaire entrepreneur et son partenaire financier ?

En préambule, il est important de conserver présent à l'esprit que la gestion de la société est conservée par le chef d'entreprise car le capital développeur n'a pas vocation à remplir ce rôle. Ce dernier souhaitera, en revanche, participer au contrôle de la société et être impliqué dans l'élaboration de sa stratégie.

Les prérogatives dont disposera le partenaire financier résulteront, d'une part, de la place qu'il occupera au sein des organes sociaux de la société et, d'autre part, des dispositions spécifiques insérées dans le pacte d'actionnaires ou les statuts. D'une manière générale, ces

prérogatives seront largement fonction de la part du capital détenue par le partenaire financier : plus son pourcentage de détention sera important, plus elles seront larges.

👉👉👉 *Quel que soit le mode d'organisation adoptée, le pacte, et/ou les statuts, prévoiront une liste de décisions qui ne pourront pas être mises en œuvre par l'actionnaire entrepreneur sans la consultation, et parfois l'autorisation préalable, du partenaire financier ou de l'organe au sein duquel siège ce dernier.*

*Généralement, ces décisions porteront sur les actes de cession ou d'acquisition importants, les garanties octroyées, les recrutements et rémunérations de personnes clés, l'évolution du niveau d'endettement, l'approbation du budget annuel, les modifications statutaires, les opérations sur capital et de restructuration, l'approbation des comptes et la distribution du résultat.* 🔙🔙🔙

Le partenaire financier s'appliquera, toutefois, à ne pas établir une liste de décisions trop exhaustive afin de rester dans son rôle de contrôle et de veiller à ce que la gestion effective de la société soit bien de la responsabilité exclusive du chef d'entreprise.



### « Comment cette répartition des pouvoirs se reflète-t-elle dans les organes sociaux ? »

Selon le niveau d'implication et de responsabilité qu'il souhaitera avoir, le partenaire financier demandera à siéger, selon le cas, dans des organes de direction ou de surveillance de la société. Toutefois, toutes les sociétés par actions ne lui offrent pas nécessairement cette liberté de choix. Le partenaire financier pourra également demander la mise en place de comités ad hoc de surveillance (cf. « Comment le partenaire financier peut-il renforcer son implication ? »).

#### a) Cas de la société anonyme (SA)

Dans une société anonyme à Conseil d'administration, la direction de la société est assurée par le directeur général (personne physique) qui peut cumuler cette fonction avec celle de Président du Conseil d'administration, lequel organise et dirige les travaux du Conseil dont il doit rendre compte à l'assemblée générale. Le capital développeur peut être présent au Conseil d'administration en qualité d'administrateur ou de censeur, selon le degré d'implication et de responsabilité qu'il souhaitera assumer :

- s'il est minoritaire au capital, le partenaire financier ne dispose pas, dans la plupart des cas, de la majorité au sein de ce Conseil mais peut bénéficier d'un droit de veto sur certaines décisions importantes, selon des modalités définies par les statuts ou le pacte d'actionnaires : l'actionnaire entrepreneur conserve ainsi tous les pouvoirs de gestion et de représentation, sous réserve des limitations qui ont été prévues pour les décisions soumises à droit de veto ;
- s'il bénéficie d'un poste d'administrateur, le partenaire financier est responsable, d'un point de vue civil et pénal, dans les mêmes conditions que les autres administrateurs plus actifs dans la gestion de l'entreprise. Notons que, pour atténuer cette responsabilité, certains investisseurs financiers minoritaires préfèrent bénéficier d'un poste au Conseil d'administration en qualité de censeur dont la mission est fixée par les statuts : il n'a alors pas de voix délibérative mais est informé, comme les administrateurs, de la marche des affaires sociales et de la prise des décisions importantes. Dans la pratique, le partenaire financier peut également demander un poste de censeur lors de son entrée au capital assorti d'un engagement, figurant dans le pacte d'associés, de pouvoir obtenir la nomination d'un ou plusieurs représentants à première demande de sa part.

Les parties peuvent privilégier la structure dualiste de la société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance, au sein de laquelle la dichotomie entre contrôle et gestion est mieux définie :

- le Directoire assure l'administration et la direction de la société tandis que le Conseil de surveillance nomme les membres du Directoire et contrôle leur gestion ;
- en fonction de son niveau de participation dans le capital, le partenaire financier peut être minoritaire ou majoritaire au Conseil de surveillance, ses sièges lui permettant également de donner son accord sur certains actes importants qui sont alors obligatoirement soumis à autorisation du Conseil de surveillance (cession d'immeubles ou de participations, constitutions de sûretés etc.) ;
- la loi encadrant strictement les prérogatives des membres du Conseil de surveillance, les partenaires pourront préférer la structure plus souple de la société par actions simplifiée.

#### b) Cas de la société par actions simplifiée (SAS)

Les statuts de la société par actions simplifiée, dont le contenu est laissé pour une large partie à la seule volonté des associés de la société, permettent d'organiser « sur mesure » les droits et obligations des associés, et en particulier les modalités de contrôle du management et le niveau d'information dont souhaitera bénéficier le partenaire financier.



#### « De quels droits d'information bénéficie le partenaire financier ? »

Le capital développeur bénéficiera *a minima* des mêmes droits à l'information que les autres actionnaires et /ou membres des organes de gouvernance de la société. Il demandera également généralement à bénéficier de droits renforcés.

#### a) Les droits « naturels » de l'actionnaire, de l'administrateur et du membre du Conseil de surveillance

En sa qualité d'actionnaire, le partenaire financier pourra obtenir avant toute assemblée générale, comme tout autre actionnaire, un certain nombre d'informations lui permettant d'apprécier la situation financière de la société mais aussi son activité ordinaire (par exemple, les comptes annuels, le montant global des rémunérations versées aux personnes les mieux rémunérées, la liste et l'objet des conventions réglementées).

Comme tout actionnaire, le partenaire financier pourra également poser par écrit des questions auxquelles le Conseil d'administration ou le Directoire répondra au cours de l'assemblée. S'il détient au moins 5 % du capital social, il bénéficiera également de la faculté de poser par écrit des questions au Président du Conseil d'administration ou du Directoire sur tout fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation. En qualité d'administrateur ou de membre du Conseil de surveillance, le partenaire financier pourra obtenir du Président, du Directeur Général ou du Directoire, selon le cas, tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission, de telle sorte à ce qu'il soit mis en mesure de prendre des décisions en pleine connaissance de cause.

#### b) Les droits renforcés

Outre les droits à information légaux dont il bénéficie, le partenaire financier demandera à bénéficier contractuellement, notamment par le biais du pacte d'actionnaires, d'informations plus détaillées afin de suivre de manière précise l'évolution financière et commerciale de la société. Il ne s'agit pas de mettre en place une co-direction au sein de la société mais

d'instaurer des outils permettant au capital développeur de suivre l'évolution de l'activité de la société afin de favoriser un dialogue efficace entre les partenaires.

Ainsi le capital développeur demandera souvent la mise en place d'un *reporting* mensuel, trimestriel ou semestriel portant notamment sur l'évolution de la trésorerie de la société, son compte de résultat, sa marge commerciale, son bilan, son budget, selon un format à définir en accord avec les responsables opérationnels de la société. Il pourra souhaiter bénéficier de cette information non seulement pour la société « tête de groupe » dont il est actionnaire, mais aussi pour toutes les autres sociétés du groupe.

Enfin, le partenaire financier demandera également assez souvent à bénéficier de la faculté de pouvoir nommer à tout moment un expert de son choix chargé d'effectuer des missions d'audit comptable, juridique ou financier, le chef d'entreprise s'engageant à faciliter l'exercice de cette mission.



### « Comment le partenaire financier peut-il renforcer son implication ? »

D'autres comités, en sus de l'organe de contrôle au sein duquel le partenaire financier siègera, pourront être mis en place. Cette pratique, inspirée de la gouvernance des sociétés cotées, se révèle être plutôt bien adaptée aux exigences du Capital Développement, même s'il convient bien sûr de veiller à ne pas « écraser » la société sous le poids de procédures trop lourdes.

Traditionnellement, trois types de comités peuvent être mis en place : le comité des rémunérations, le comité des nominations et le comité d'audit ou des comptes ; étant précisé que l'organisation et le fonctionnement des comités sont plus souples à organiser dans les SAS.

Ces comités répondent aux caractéristiques suivantes :

- ils sont traditionnellement composés d'un nombre restreint de membres (entre 3 et 5) ;
- leurs membres peuvent ne pas être des mandataires sociaux de la société ;
- leurs membres peuvent percevoir une rémunération spécifique ;
- leurs modalités de fonctionnement sont arrêtées par les organes de direction ou par le comité lui-même ;
- ils n'ont pas de pouvoir de décision mais peuvent seulement formuler des instructions ou des recommandations.

Le comité des rémunérations a plus spécifiquement pour mission de formuler des recommandations sur les montants et les modalités de détermination de la rémunération (parties fixe et variable) des mandataires sociaux et cadres dirigeants avant que les organes de direction ne se prononcent sur cette question.

Le comité des nominations procédera à l'examen des candidatures des mandataires sociaux ; il pourra également être consulté pour organiser la succession du Président et/ou du Directeur Général et, d'une manière générale, mènera des réflexions sur la composition, l'organisation et le fonctionnement des organes de direction.

Enfin, le comité des comptes est certainement le comité le plus important, dans la mesure où il devra en particulier :

- revoir les états financiers ;
- s'assurer du contenu de tout communiqué de nature financière ;

- s'assurer que les procédures de collecte et de traitement des informations garantissent leur fiabilité ;
- s'assurer de la pertinence et de la permanence des méthodes comptables adoptées pour les comptes consolidés et sociaux de l'entreprise ;
- examiner le budget ;
- s'assurer que les commissaires aux comptes effectuent leur mission en toute indépendance et objectivité ;
- déterminer le programme de travail des commissaires aux comptes.

En fonction de la taille de la société et des enjeux, d'autres comités, tels que des comités spéciaux sur les conflits d'intérêts ou des comités stratégiques, pourront également être mis en place.

### EXEMPLE >> LA SOCIÉTÉ PAULE KA

Positionnée sur le marché du prêt-à-porter féminin de luxe, Paule Ka, qui a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 30 M€ en 2007, a été lancée en 1987 par le créateur franco-brésilien Serge Cajfinger et a toujours connu une croissance rentable depuis son origine grâce à sa bonne capacité d'autofinancement. La société Paule Ka conçoit sa collection en interne, sous-traite la fabrication et gère la commercialisation au travers de 18 boutiques à son nom, 302 boutiques multimarques et 28 corners dans 25 pays. La moitié de son chiffre d'affaires est réalisé à l'étranger.

Le management a décidé en 2007 de passer à une nouvelle étape dans le développement de l'entreprise et de s'associer à un partenaire financier avec pour objectif d'accélérer la croissance en investissant dans l'ouverture de nouveaux magasins. C'est dans ce contexte que la société a fait entrer à son capital, à hauteur de 17,4 %, le fonds Patrimoine et Création, fonds de Capital Développement minoritaire géré par CDC Entreprises, dédié aux secteurs des industries culturelles et notamment aux médias et au luxe.

La société, contrôlée à 100 % par la famille Cajfinger, avait préparé l'arrivée d'un investisseur financier, d'une part, en regroupant préalablement à l'opération l'ensemble de ses filiales opérationnelles dans une unique holding contrôlée par l'actionnariat familial et, d'autre part, en structurant la gouvernance autour d'un Directoire / Conseil de surveillance.

Le Conseil de surveillance, composé de membres de la famille Cajfinger et de deux représentants du partenaire financier, est réuni au moins une fois par trimestre. Il permet aux représentants des actionnaires d'avoir une information détaillée de l'activité de la société, de discuter des points présentés par le Directoire et d'être consultés pour les décisions à caractère stratégique.

L'entrée de Patrimoine et Création a également été l'occasion pour la société de mettre en place un système de *reporting* aux actionnaires plus élaboré, comprenant des éléments d'information mensuels, trimestriels et semestriels, ceci ayant été rendu possible grâce à un renforcement du contrôle de gestion de l'entreprise.

## 2 - LES ÉCHANGES EN DEHORS DES PROCÉDURES FORMALISÉES



« Pourquoi la relation personnelle avec l'actionnaire entrepreneur est-elle au cœur du métier du capital développeur ?

Le partenaire financier participe activement à la vie de la société, en tant qu'actionnaire et, le cas échéant, en tant que membre de certains organes sociaux. Dans ce cadre, il contribue à la réflexion sur la stratégie de développement, à l'analyse des indicateurs d'activité et des éléments financiers fournis dans le *reporting*, à la mise en œuvre d'opérations de croissance externe, de levée de fonds et de sortie éventuelles.

»»»» Au-delà des réunions formelles des organes de gestion, il existe également une relation informelle très suivie, qui permet à l'entrepreneur de bénéficier de l'appui d'un partenaire qui partage un intérêt commun : favoriser la croissance et accroître la valeur de l'entreprise.

En effet, la relation personnelle avec l'entrepreneur est au cœur du métier du capital développeur, devant d'autres critères tels que l'expertise technique ou financière. Pour être efficaces, les échanges entre les deux partenaires supposent qu'un lien de confiance se construise entre eux. L'*affectio societatis* prend là tout son sens. C'est réellement cette capacité à œuvrer ensemble au développement de l'entreprise qui est à la source de la création de valeur, tant pour l'entreprise que pour l'investissement réalisé par le partenaire financier. <<<<<

Il est donc important, dès les premières discussions en amont de l'investissement, d'avoir à l'esprit que celui-ci marquera le début d'une relation humaine qui se construira dans la durée, se consolidera à chaque étape de la vie de l'entreprise et bien souvent, se poursuivra après la sortie du capital développeur du capital de l'entreprise. L'entrepreneur devra prendre en compte la disponibilité de son partenaire financier, afin de s'assurer que ce dernier pourra lui consacrer le temps nécessaire, notamment à certaines périodes critiques du développement de l'entreprise.

La fréquence de ces échanges informels entre l'entrepreneur et le partenaire financier est naturellement très variable, en particulier en fonction de la situation et de la taille de l'entreprise, ainsi que des souhaits du dirigeant.

### EXEMPLE >>> LA SOCIÉTÉ TERNOIS

Ternois construit et exploite des stations d'épuration pour le traitement des eaux usées urbaines ou industrielles. En 2002, l'entreprise est acquise par Loïc Darcel, qui en devient Président. Depuis, Ternois se développe à un rythme très soutenu, notamment vers le sud de la France et dans les métiers de l'exploitation. Ternois compte aujourd'hui une centaine de collaborateurs et réalise plus de 40 M€ de chiffres d'affaires.

En 2007, Ternois a ouvert son capital à un fonds d'investissement spécialiste des secteurs des éco-industries et éco-énergies (Demeter) pour financer sa croissance organique, développer son activité d'exploitation et se donner les moyens de procéder à des opérations de croissance externe.

Le pacte d'actionnaires prévoit, outre la communication de tableaux de bords mensuels, une réunion trimestrielle du Conseil de surveillance à laquelle participent Loïc Darcel et le partenaire financier.

En pratique, la fréquence des contacts est à peu près hebdomadaire et l'entrepreneur et le partenaire financier échangent leurs points de vue sur de très nombreux sujets liés au développement de l'entreprise : orientations stratégiques, organisation de la société, mécanismes d'intéressement du management, avis sur les recrutements de personnes clés, opportunités d'acquisitions, mises en relation avec des contacts commerciaux, etc.



### « Pourquoi tout dire à mon partenaire financier ? »

La confiance et la transparence sont à la base de toute opération réussie de Capital Développement. En effet, dans le cadre de la vie du partenariat, les intérêts de l'actionnaire entrepreneur et ceux du capital développeur sont supposés être totalement alignés : il est donc de leur intérêt commun d'échanger en toute franchise sur les bonnes comme sur les mauvaises nouvelles.

Le partenaire financier ne doit pas être perçu par le chef d'entreprise comme un « être extérieur » qui n'est pas concerné par la vie de l'entreprise. En effet, à tout moment, le capital développeur souhaitera être informé de tout évènement ayant, ou susceptible d'avoir, un impact significatif sur la vie de l'entreprise. Ce souhait n'est pas fondé sur un désir de contrôle mais sur la volonté d'être un partenaire d'échange averti et efficace : la transparence est un élément fondamental pour assurer la qualité de ces échanges.

*»»»» Le partenaire financier ne doit pas non plus être perçu par le chef d'entreprise comme une source de reproche, notamment en cas de mauvaises nouvelles. Par essence, un investisseur financier est conscient que la vie d'une entreprise comprend parfois des surprises désagréables et que toute décision d'investissement est source de risques. Il est donc parfaitement prêt à assumer ceux-ci et il s'investira pleinement aux côtés du dirigeant pour trouver les solutions les plus appropriées, en totale convergence d'intérêts, face à une situation délicate. ««««*

Si le partenaire financier n'est informé des éléments substantiellement négatifs que lors des rencontres formelles (assemblées générales, Conseils d'administration, etc.), il ne pourra pas jouer son rôle de partenaire d'échange parce qu'il aura toujours un déficit de connaissance face à l'actionnaire entrepreneur. De plus, et c'est là un véritable risque, si le capital développeur n'est pas impliqué en amont lors de difficultés, et que l'entreprise a besoin de capitaux additionnels à cause de ces difficultés, il risque alors de ne pas souhaiter apporter les fonds dont l'entreprise pourrait avoir besoin parce qu'il n'aura plus confiance dans le chef d'entreprise.

En synthèse, à partir du moment où un capital développeur entre au capital d'une entreprise, il souhaite être associé en temps réel aux grands enjeux de l'entreprise parce que l'objectif du partenariat est de développer l'entreprise autour d'un projet commun. Ainsi, il acceptera de supporter le même niveau de risque que l'actionnaire entrepreneur, il s'impliquera pour limiter au maximum l'impact des mauvaises nouvelles et il cherchera à tirer, avec le dirigeant, le plein potentiel des opportunités qui se présenteront à l'entreprise.



### « Comment traiter les désaccords ? »

Dans toute vie à deux, il arrive que les deux partenaires ne partagent pas la même perspective. Il est vrai que, dans tout échange, il existe un risque de désaccord et qu'il peut être confortable de limiter les échanges à ceux qui sont obligatoires, formalisés dans la documentation juridiques, et ce, de manière à limiter le risque de désaccord.

Toutefois, il est illusoire de penser que l'impact des désaccords sera réduit parce que le nombre d'échanges sera limité. Ces désaccords seront juste moins fréquents mais ils n'en seront que plus profonds :

- Prenons l'exemple d'un client qui attaque l'entreprise à cause d'un retard de livraison et que ce client demande des dommages et intérêts substantiels.

Il peut être tentant pour le dirigeant de ne pas mentionner ce problème à son partenaire financier, à la fois pour éviter d'être « jugé » et également pour pouvoir gérer le sujet à sa propre manière.

Dans le cas où ce litige ne porte pas à conséquence par la suite, le fait d'avoir caché cette information pourrait apparaître comme la bonne manière de s'être évité des complications inutiles. Toutefois, si le litige donne lieu à un jugement défavorable et que la société doit verser un montant substantiel à son client à titre de dédommagement, il ne sera plus possible de cacher cette information au partenaire financier : celui-ci risque alors, à juste titre, de se sentir trahi et de faire savoir au dirigeant qu'il n'aurait pas géré le problème de la même manière, reportant ainsi intégralement la faute sur ce dernier. Dans ce cas, la qualité du partenariat peut être durablement atteinte.

- Prenons le même exemple dans le cas où, dès la survenance du litige, les deux partenaires échangent.

Le partenaire financier cherchera tout d'abord à connaître les racines du litige, non pas pour juger le dirigeant mais pour comprendre la situation.

Ensuite, le partenaire financier proposera vraisemblablement des noms de conseils juridiques spécialisés sur lesquels les deux partenaires échangeront et, de la même manière, s'ensuivra une série de discussions tout au long de la durée du litige.

Au cours de ces échanges, il est probable qu'ils ne soient pas d'accord sur la manière d'aborder certains points spécifiques mais ces discussions leur permettront de faire évoluer leurs réflexions communes et un terrain d'entente se dégagera vraisemblablement. En tout état de cause, en l'absence de terrain d'entente sur certains points spécifiques, la décision reviendra au dirigeant, parce qu'il s'agit de sa responsabilité de chef d'entreprise, mais ces désaccords porteront alors sur des sujets spécifiques et non sur la manière de traiter l'ensemble du litige.

*In fine*, les deux partenaires auront travaillé en confiance et, quelle que soit l'issue du litige, ils en supporteront tous deux les conséquences, de bonne foi, et prendront en commun les décisions qui s'imposent, comme par exemple de différer une décision d'investissement pour faire face au besoin de trésorerie associé à la résolution de ce litige.

Parfois, des désaccords peuvent également apparaître au moment de prendre des décisions structurantes, notamment lorsqu'elles ont trait à la stratégie de développement de la société. Dans un tel cas de figure, il est tout autant essentiel pour les deux partenaires d'échanger en toute transparence, de manière à ce que chacun puisse présenter et argumenter son point de vue afin de définir la solution la plus appropriée. D'une manière générale, ces décisions stratégiques s'intégrant dans le projet commun autour duquel les partenaires ont décidé de s'associer, le capital développeur et l'actionnaire entrepreneur tomberont d'accord sur la meilleure approche à adopter.

En revanche, il peut arriver que les points de vue continuent de diverger, soit parce que la décision à prendre ne s'intègre pas dans le projet commun, soit parce qu'un des deux partenaires ne croit plus dans le projet commun. Dans ce dernier cas de figure, il est alors utile d'avoir échangé en toute transparence de manière à faire ressortir cette profonde divergence de vue sur le devenir de l'entreprise et, dans l'intérêt des deux partenaires comme de l'entreprise, il sera alors sans doute préférable de commencer à échanger sur l'organisation de la fin du partenariat.

#### CONCLUSION

Dès lors qu'existe un risque de désaccord ou même un simple intérêt à partager des interrogations sur la conduite à tenir, plus tôt le sujet sera abordé en toute transparence, plus tôt le partenariat reprendra son cours normal. Il est donc essentiel de ne pas chercher à éviter les désaccords mais, au contraire, d'apprendre à les accepter et à les gérer. En cas de désaccord avéré, la règle primordiale à appliquer pour préserver la qualité de la relation entre les deux partenaires, ainsi que les perspectives de développement de l'entreprise, sera de respecter ces principes fondamentaux de transparence et de confiance.

### 3 - LE PARTENARIAT COMME SOURCE DE CRÉATION DE VALEUR

Au-delà de l'apport financier, de l'institutionnalisation de l'entreprise et de l'établissement d'un dialogue constructif, le partenaire financier peut apporter une aide ponctuelle dans un certain nombre de domaines, à travers son expertise technique, sa connaissance des intermédiaires et des pratiques de marché (par exemple pour des opérations d'acquisitions) ou, plus généralement, par la mise à disposition intelligente de ses contacts et relations d'affaires.



**« Mon partenaire financier peut-il m'aider à décrocher des contrats ? »**

L'un des premiers domaines dans lequel le partenaire financier peut venir épauler la croissance de l'entreprise est le développement commercial, par exemple en mettant en relation les dirigeants de deux sociétés dans lesquelles il est, ou a été, actionnaire. Le rôle du partenaire financier doit, pour être efficace, être bien circonscrit : ce n'est pas à lui de procéder à la vente proprement dite, ni d'intervenir dans les déterminants du prix ou les modalités contractuelles. En revanche, son intervention peut se révéler déterminante lorsqu'elle se situe en amont, en permettant d'instaurer rapidement un climat de confiance entre les deux interlocuteurs.

En effet, le capital développeur connaît parfaitement l'entreprise dans laquelle il a investi et, en y investissant, il a prouvé qu'il « y croyait ». Cependant, le partenaire financier n'aurait aucun intérêt à épuiser son carnet d'adresses en tentant de survendre les services d'une entreprise. Il y a donc un équilibre naturel qui s'établit et qui peut, dans certaines situations, permettre à l'entreprise d'acquérir des références initiales qu'il lui aurait été difficile d'obtenir sans introduction.

Pour que cet appui commercial soit efficace, il est important que chacun reste dans son rôle. La fonction principale du partenaire financier n'est en effet pas d'être le premier vendeur de l'entreprise, et il lui faut conserver une certaine distance pour rester efficace dans son rôle de partenaire stratégique. C'est donc à certains moments de la vie de l'entreprise, tels qu'à l'occasion de l'implantation sur de nouveaux marchés ou lors du lancement de nouveaux services, que cette implication commerciale du capital développeur doit être réservée.



**« Comment mon partenaire financier peut-il m'aider lors d'une opération de croissance externe ? »**

Les opérations de croissance externe sont une des voies possibles pour accélérer le développement de l'entreprise. Elles sont d'ailleurs parfois prévues dans le Business Plan présenté par l'actionnaire entrepreneur au capital développeur.

De par son activité d'investissement, consistant notamment en l'acquisition et la vente de participations dans des sociétés, le capital développeur dispose d'une véritable connaissance du domaine des fusions-acquisitions et peut ainsi apporter son expertise au chef d'entreprise lorsque celui-ci projette d'acquérir une société, par exemple un de ses concurrents.

D'une manière générale, il est possible pour le chef d'entreprise d'obtenir les contributions suivantes de la part de son partenaire financier :

- aide à l'identification des cibles pertinentes ;
- sélection des divers intervenants pour la réalisation de l'opération : le partenaire financier peut mettre en relation l'actionnaire entrepreneur avec l'ensemble des acteurs du monde économique avec lesquels il a l'habitude de travailler (consultants, auditeurs, avocats, banquiers d'affaires, etc.) et le conseiller dans l'organisation et la négociation de leurs missions ;
- participation à l'ingénierie de l'opération : le partenaire financier peut faire bénéficier l'entreprise de son expertise dans ce domaine, notamment sur les aspects financiers (montage, valorisation) et juridiques ;
- assistance au financement de l'opération d'acquisition : le partenaire financier peut aider l'entreprise à trouver des financements (dette bancaire ou mezzanine) et, le cas échéant, apporter les fonds propres nécessaires à l'opération ;
- participation à la négociation de l'opération : le partenaire financier peut être associé directement aux négociations avec la cible.



### « Mon partenaire financier peut-il m'aider à m'implanter à l'étranger ? »

Le développement à l'international de son entreprise est souvent un des leviers actionnés par l'actionnaire entrepreneur pour faire croître son activité et ainsi atteindre son objectif de développement à terme.

Une implantation à l'étranger peut être réalisée au travers de l'acquisition d'un concurrent local, ce qui ramène à la question précédente, ou par le biais de l'implantation d'une filiale dans le pays visé.

Dans ce second cas, le capital développeur peut apporter un appui sur plusieurs problématiques importantes rencontrées par l'entrepreneur dans le cadre de l'internationalisation de son activité en le mettant en relation avec des intervenants qui vont l'aider à réussir dans ce projet :

- avec des cabinets de conseil spécialisés qui pourront lui fournir des informations sur les marchés visés et l'aider à structurer sa démarche ;
- avec des cabinets de recrutement qui pourront l'accompagner dans le cadre de la constitution d'une équipe locale ;
- avec des organismes d'aide et de soutien publics ou d'assurance (Ubifrance, Coface) ;
- éventuellement, avec des partenaires stratégiques locaux qui pourront aider le chef d'entreprise à créer son activité sur place.

La mise en relation avec des entrepreneurs qui ont été confrontés à des problématiques similaires pourra également permettre au chef d'entreprise d'avoir un retour terrain utile et de bénéficier d'un retour d'expérience « opérationnel ».

*In fine*, le niveau d'aide apporté par le capital développeur dépendra de son expérience dans ce domaine, de son niveau d'implication et de sa typologie. En effet, un investisseur financier qui dispose d'un réseau international aura vraisemblablement un niveau de contribution plus fort sur ce type de problématique.



### « Mon partenaire financier peut-il m'aider à recruter ? »

Différentes pratiques existent dans ce domaine, certains fonds d'investissement n'hésitant pas à intervenir de manière active dans le recrutement à certaines fonctions clés, directeur financier au premier chef, mais aussi directeur marketing/commercial, directeur du développement, ou pour certaines fonctions support telles que les systèmes d'information ou les ressources humaines.

Le recrutement est toutefois l'une des responsabilités essentielles du chef d'entreprise, et sans doute l'une des plus sensibles. C'est également un domaine où l'intervention du partenaire financier, si le chef d'entreprise la sollicite, ne peut être efficace que dans un climat de confiance absolu entre les deux partenaires. En tout état de cause, il sera essentiel que les règles du jeu soient claires et les responsabilités de chacun précisément établies, afin que cette implication soit effectivement créatrice de valeur et ne se traduise pas par une déresponsabilisation.

Une fois ce cadre de travail défini, le support du partenaire financier pourra s'exercer à plusieurs niveaux :

- en participant, avec le dirigeant, à la définition du poste à pourvoir ainsi qu'à la description du profil recherché ;
- en présentant à l'actionnaire entrepreneur des chasseurs de tête spécialisés auquel il a déjà eu recours ou bien qui lui ont été recommandés pour la recherche de certains profils spécifiques ;
- en proposant au dirigeant de rencontrer certains candidats qu'il a lui-même eu l'occasion de rencontrer, de nombreux cadres supérieurs prenant spontanément contact avec les fonds d'investissement pour savoir s'ils disposent d'opportunités dans leurs participations ;
- en rencontrant certains candidats, de manière à ce que les deux partenaires puissent ensuite partager leurs impressions respectives, la décision finale revenant dans tous les cas au chef d'entreprise.



### « Que se passe-t-il dans les périodes difficiles, en particulier si je ne réalise pas mon Business Plan ? »

L'entrepreneur a établi le Business Plan en cohérence avec les perspectives de croissance du marché, les avantages concurrentiels de l'entreprise, et ses performances financières passées, tout cela dans une perspective de 3 à 5 ans en général. Il peut néanmoins arriver que le Business Plan ne soit pas respecté :

- l'environnement de l'entreprise va évoluer pendant la durée du partenariat et certains éléments non anticipés peuvent avoir des effets défavorables et ainsi rendre difficile l'atteinte des objectifs du Business Plan : retournement de cycle économique, contraction des marchés de l'entreprise, renforcement de la concurrence, etc.
- par ailleurs, et même si l'environnement reste favorable, l'entreprise peut connaître des difficultés susceptibles de perturber son développement : difficultés rencontrées par un client ou un fournisseur, échec commercial, gestion de la croissance délicate (BFR, effectifs, etc.), etc.

Comme cela a été souligné, le Business Plan constitue un élément fondateur de la relation de confiance qui doit s'établir entre l'actionnaire entrepreneur et son futur partenaire financier. Dès lors, si le Business Plan n'est pas respecté, comment évolue cette relation ?

Le partenaire financier souhaitant avant tout être informé de la situation réelle de l'entreprise et de l'évolution de ses perspectives, l'entrepreneur doit lui communiquer dès qu'il en a connaissance les éléments qui peuvent empêcher la réalisation du plan d'affaires prévu, et ce, de manière à respecter le principe fondamental de transparence entre les partenaires.

Si tel est le cas, le partenaire financier réagira en « partenaire ». Actionnaire, comme le chef d'entreprise, il partage avec ce dernier l'objectif commun d'aider au développement de l'entreprise pour créer de la valeur. Le capital développeur cherchera donc avant tout à soutenir l'entrepreneur en l'aidant à :

- identifier les difficultés rencontrées pour faire la meilleure analyse possible de la situation ;
- déterminer les causes de ces difficultés et réaliser un diagnostic pertinent ;
- décider des actions à mener et veiller à leur mise en œuvre.

En période de difficultés, la fréquence des relations entre l'entrepreneur et le partenaire financier augmentera alors très sensiblement et pourra même donner lieu à des échanges quotidiens, notamment en cas de crise de trésorerie et, dans ce dernier cas, en tant qu'actionnaire, le capital développeur pourra également être amené à participer au renforcement des fonds propres de l'entreprise.

Enfin, il est important de conserver à l'esprit que le partenaire financier apportera également l'expérience qu'il a acquise en s'impliquant dans le suivi des nombreux investissements qu'il a réalisés : certaines des entreprises qu'il a accompagnées dans le passé ont vraisemblablement également connu des périodes délicates.



## CHAPITRE 4

## La sortie

La sortie constitue l'un des points essentiels de la vie de l'investissement. De manière paradoxale, c'est l'un des premiers sujets de discussions entre l'entrepreneur et le partenaire financier et ce, avant même que celui-ci ne soit devenu actionnaire ! Des divergences d'intérêt entre eux peuvent en effet se cristalliser sur le principe et les modalités associées à la sortie du partenaire financier du capital de l'entreprise.

Les clauses relatives à la liquidité de l'investissement sont au centre des préoccupations des deux parties. Pour l'actionnaire entrepreneur, il s'agit de ne pas être contraint, par exemple, de façon systématique et sans dialogue possible, à vendre son entreprise en totalité si tel n'est pas son objectif. Pour le partenaire financier, il s'agit de pouvoir réaliser son investissement dans un calendrier pré-établi, afin de pouvoir offrir à ses propres investisseurs la plus-value qui leur revient, celle-ci matérialisant la création de valeur associée à l'investissement initial dans la société. Pour le partenaire financier, il est essentiel, d'une part, de ne pas se retrouver bloqué au capital de la société et, d'autre part, d'obtenir une valorisation à terme de sa participation qui reflète sa véritable valeur économique.

L'ouvrage « *Capital Développement : le guide des solutions de sortie* », édité dans la même collection que le présent guide, présente de manière détaillée :

- le contexte partenarial, financier et juridique dans lequel s'inscrit le processus de sortie ;
- les différentes clauses contractuelles relatives à la sortie et leurs conditions de mise en œuvre ;
- les modalités de sortie, illustrées de manière pratique par des exemples réels.

Sa lecture pourra compléter utilement les développements suivants. Il est disponible en ligne sur [www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr).

## 1 - LES CONDITIONS DE SORTIE



### « Quand et comment négocier les conditions de sortie ? »

La nécessité d'assurer une « liquidité » au partenaire financier, de même que le calendrier envisagé, font très tôt l'objet d'une discussion entre l'actionnaire entrepreneur et le partenaire financier potentiel. Ceci permet notamment au capital développeur d'articuler son approche autour des objectifs de l'actionnaire entrepreneur, par exemple selon que ce dernier souhaite ou non céder tout ou partie de ses titres en même temps que le partenaire financier et/ou poursuivre son activité au-delà de la sortie du partenaire financier.

L'objectif est d'envisager sereinement le partenariat et son dénouement, dans un objectif commun, d'une part, d'accroissement de valeur et, d'autre part, de pérennisation et de développement de l'activité de l'entreprise.

Gardons à l'esprit que le cadre du partenariat entre l'actionnaire entrepreneur et le capital développeur peut évoluer dans la durée, et ce, afin de profiter des opportunités qui pourront se présenter et s'adapter aux changements qui ne manqueront pas de survenir dans l'environnement de l'entreprise, voire parfois dans les objectifs du chef d'entreprise lui-même. A terme, la mise en œuvre intelligente du processus de sortie constituera l'un des facteurs de création de valeur pour les deux partenaires.



### « Quelles sont les manières d'assurer une liquidité à son partenaire financier ? »

Il existe quatre principales typologies de solutions de sortie permettant d'assurer la liquidité du partenaire financier : l'introduction en bourse, la cession de l'entreprise (à un acteur industriel ou financier), la cession de la participation du partenaire financier à un autre investisseur financier et le rachat par l'actionnaire entrepreneur de la participation de son partenaire financier.

- **l'introduction en bourse** permet d'assurer une liquidité des titres de l'entreprise pour tout ou partie des actionnaires, de renforcer les fonds propres de l'entreprise en cas d'augmentation de capital associée à l'introduction, d'associer les salariés au capital de l'entreprise et, enfin, d'accroître la notoriété de l'entreprise en lui apportant une reconnaissance publique ;
- **la cession de la totalité du capital de l'entreprise** permet à l'entrepreneur et à son partenaire financier de maximiser la valorisation de leurs participations respectives, l'acquéreur pouvant être un industriel ou bien un autre investisseur financier ; dans ce dernier cas, le nouvel investisseur réalisera en général l'opération en s'associant à un ou plusieurs dirigeants déjà présents dans l'entreprise, et en faisant parfois également appel, à des managers extérieurs ;
- **la cession de la participation du partenaire financier à un autre investisseur financier**, appelée « opération secondaire », permet à l'actionnaire entrepreneur de ne pas modifier sa participation dans le capital de l'entreprise au moment où son partenaire financier assurera la liquidité de son investissement : le nouvel investisseur financier accompagnera alors l'entreprise dans son cycle de développement suivant ;
- **le rachat par l'actionnaire entrepreneur de la participation du partenaire financier** permet au premier de renforcer sa participation dans le capital de sa société, ce rachat de la participation du partenaire financier pouvant être effectué par l'entrepreneur seul ou avec l'aide d'un nouvel investisseur, à travers un montage ayant recours ou non à l'endettement (effet de levier).

Il est important de préciser que dans les deux derniers cas (opération secondaire et rachat par l'actionnaire entrepreneur), le capital développeur cherchera à s'assurer que la valorisation de sa participation correspondra à sa valeur de marché :

- dans le cas d'une opération secondaire, si l'actionnaire entrepreneur ne s'implique pas fortement lors de la mise en œuvre de la sortie de son partenaire, alors ce dernier verra sa participation rachetée sur la base d'une valeur décotée face à sa valeur économique réelle ;
- dans le cas d'un rachat par l'actionnaire entrepreneur, le risque pour le capital développeur de ne pas obtenir une valorisation en ligne avec la valeur de marché est encore plus fort, les deux partenaires se trouvant alors en conflit d'intérêt, l'un cherchant à maximiser le prix de sa participation et l'autre cherchant à le minorer.

Pour ces raisons, lorsque la solution de sortie privilégiée est l'une de ces deux options, la documentation juridique prévoira généralement des mécanismes de rappel permettant de donner l'assurance au capital développeur que sa participation sera valorisée à son juste prix économique.

**EXEMPLE >>LA SOCIÉTÉ BEAUTY SUCCESS**

En 2002, CDC Capital Investissement est entré au capital de la holding Beauty Success à hauteur de 27,75 % et a manifesté le souhait, en 2008, de céder ses titres. La famille Georges, qui demeure l'actionnaire majoritaire du groupe Beauty Success, a sollicité Ouest Croissance pour être conseillée sur le montage de l'opération et assurer le rachat des titres. Plusieurs raisons ont motivé le choix de la famille Georges en faveur de Ouest Croissance :

- un engagement de Ouest Croissance sur la durée,
- un accompagnement fructueux dans la recherche d'un co-investisseur (Crédit Mutuel Océan / Océan Participations),
- un conseil sur le refinancement de la dette.

De son côté, Ouest Croissance a été convaincue par le savoir-faire historique du groupe, par sa dynamique de croissance, par son fort potentiel de développement et surtout par le projet d'entreprise ambitieux porté par Philippe et Christophe Georges et qui repose sur 2 axes :

- le lancement d'un nouveau format de parfumerie : Beauty Success Boutique (BSb). Avec un positionnement de parfumerie globale, centré sur le conseil et le bien-être, BSb poursuit l'objectif d'optimiser le maillage du réseau sur le territoire national ;
- le déploiement de la plateforme logistique qui va progressivement monter en puissance.

Grâce à Ouest Croissance, CDC Capital Investissement a pu réaliser son investissement. L'opération de reclassement menée par Ouest Croissance, a été réalisée par le biais d'une augmentation de capital de 7 millions d'euros et par le recours à un emprunt bancaire de 4,5 millions d'euros.



### « En quoi consiste la fameuse « clause de sortie » ? »

La documentation juridique de l'opération, et en particulier le pacte d'actionnaires, décrit le fonctionnement de la « clause de sortie », qui présente souvent trois séquences :

- **1<sup>re</sup> séquence**, de concertation ou de « meilleurs efforts », qui correspond à la mise en œuvre du processus de sortie qu'ont souhaité privilégier les deux parties lorsqu'elles ont défini ensemble les conditions de leur partenariat ;
- **2<sup>e</sup> séquence**, qui sera mise en œuvre si le processus précédent n'a pas abouti et qui conduit normalement de manière plus automatique à la liquidité de l'investisseur, généralement en confiant un mandat de cession à un intermédiaire (société de fusions-acquisitions, banque d'affaires) de tout ou partie du capital de l'entreprise ;
- **3<sup>e</sup> séquence**, au caractère contraignant, avec mise en œuvre d'une clause de type « buy or sell » si les 2 étapes précédentes sont restées infructueuses : suivant le principe du « buy or sell », qui connaît diverses variantes, le partenaire financier déclare à l'entrepreneur le prix auquel il souhaite céder ses titres et l'entrepreneur dispose alors d'un certain délai pour faire part de sa décision soit d'acquérir la totalité des titres du partenaire financier à ce prix, soit de céder au partenaire financier la totalité de ses propres titres au même prix.

Notons que cette troisième phase constitue une étape ultime qui n'a vocation à être mise en œuvre que dans l'hypothèse, rare, où la recherche d'une liquidité du partenaire financier n'aurait pu avoir lieu durant le partenariat.

En pratique, le capital développeur n'a recours à cette troisième voie de sortie que dans l'hypothèse où l'actionnaire entrepreneur empêche délibérément son partenaire financier de réaliser la liquidité de son investissement. Cette sortie sous contrainte est donc prévue dans le pacte d'actionnaires de manière préventive, son objectif premier étant, avant tout, de placer l'actionnaire entrepreneur face à ses responsabilités.

## 2 - L'ÉVOLUTION DU CONTRÔLE À LA SORTIE DU CAPITAL DÉVELOPPEUR



### « L'actionnaire entrepreneur peut-il conserver le contrôle de son entreprise ? »

Parmi les voies de sortie assurant la liquidité du partenaire financier, plusieurs permettent à l'actionnaire entrepreneur de conserver, voire de renforcer, le contrôle de son entreprise :

- **la cession secondaire à un autre investisseur financier** assure la liquidité du partenaire financier par le rachat de sa participation par un nouvel investisseur financier :
  - > pour l'entrepreneur, ce type d'opération permet de ne pas modifier la répartition du capital de l'entreprise et de poursuivre le développement de celle-ci avec un nouveau partenaire ;
  - > des dispositions spécifiques seront alors généralement prévues dans le pacte d'actionnaires pour tenir compte des divergences d'intérêts qui peuvent survenir entre l'actionnaire entrepreneur et le partenaire financier sur ce type de sortie : ainsi le pacte pourra par exemple préciser les modalités de détermination de la valeur de l'entreprise retenue pour ce rachat (valorisation sur la base d'un multiple, intervention d'un expert, etc.).
- **le rachat par l'actionnaire entrepreneur de la participation du partenaire financier** est envisageable si l'entrepreneur dispose de moyens financiers suffisants :
  - > une telle opération lui permet d'accroître sa participation au capital de son entreprise, voire d'en reprendre le contrôle à 100 % ;
  - > pour tenir compte des divergences d'intérêts entre l'entrepreneur et le partenaire financier sur ce type de sortie, il est en général prévu dans le pacte les modalités de détermination de la valeur de l'entreprise retenue pour ce rachat (valorisation sur la base d'un multiple, intervention d'un expert, etc.) ;
  - > si la société génère des cash flow suffisants, l'actionnaire entrepreneur peut racheter la participation de son partenaire financier en ayant recours à de la dette (opération à effet de levier) par le biais d'une holding de reprise, un nouvel investisseur financier pouvant éventuellement intervenir au capital de la holding de reprise.
- **l'introduction en bourse** constitue une voie de sortie classique du partenaire financier tout en permettant au dirigeant de conserver le contrôle de son entreprise :
  - > l'opération permet d'assurer, en fonction des volumes d'échanges, une certaine liquidité pour les actionnaires, de renforcer les fonds propres par augmentation de capital pour permettre, par exemple, le financement des croissances externes, d'intéresser les salariés au capital de la société, d'accroître la notoriété de la société ;
  - > le processus débute par le choix des modalités de l'opération et du marché boursier, puis des prestataires chargés de l'opération ; interviennent ensuite le choix de la procédure d'introduction, de la fourchette de valorisation, la réalisation des documents d'information et, enfin, les rencontres avec les investisseurs institutionnels ;
  - > en général, l'introduction en bourse ne se traduit pas par la sortie immédiate du partenaire financier, les actionnaires prenant souvent des engagements de conservation de leurs titres pendant une période de quelques mois (clause de lock-up) et il s'agit donc pour le partenaire financier d'une solution de sortie en deux temps ;
  - > enfin, il est important de rappeler que la possibilité et les conditions de réalisation de l'introduction en bourse dépendront naturellement des conditions de marché au moment de sa réalisation.

**EXEMPLE >>LA SOCIÉTÉ COMPTOIR DES COTONNIERS**

Le cas du groupe de prêt-à-porter Comptoir des Cotonniers illustre parfaitement la diversité des solutions de sorties possibles. Le dirigeant, fondateur de ce groupe intégralement familial, s'était fixé comme objectif de le céder à moyen terme. Le fait que sa société soit « très familiale » rendait cette cession difficile.

Dès lors, il a décidé d'organiser sa propre liquidité en plusieurs étapes avec, dans un premier temps, l'entrée du capital développeur Pechel Industries comme actionnaire minoritaire. Cette opération de Capital Développement s'est achevée plus tôt que ne le prévoyaient les clauses de liquidité du pacte d'actionnaires, à la demande du fondateur et bien sûr en accord avec Pechel Industries : en effet, les performances du groupe étaient excellentes et le travail de structuration du groupe était déjà très avancé. Un mandat a été donné à une banque d'affaires et la majorité du capital a été cédée à un actionnaire financier, via une opération de LBO. Dans le cadre de cette seconde opération, le fondateur a conservé environ 30 % du capital, Pechel Industries cédant de son côté l'intégralité de sa participation.

Cette seconde transaction a été grandement facilitée par la présence du capital développeur car elle était rassurante pour le deuxième investisseur et les banques qui finançaient le LBO. Quelques années après, la société a été cédée à un groupe de distribution étranger. Finalement, ces opérations successives ont permis au dirigeant fondateur d'accompagner le développement de sa société et de réaliser progressivement son patrimoine.



« **Quel est l'intérêt d'une cession de la totalité du capital de l'entreprise ?**

La cession de la totalité du capital de la société permet à l'actionnaire entrepreneur, comme à son partenaire financier, d'une part d'obtenir une liquidité immédiate (contrairement à une introduction en bourse par exemple) et, d'autre, part de maximiser la valeur de sa participation en bénéficiant de la prime de contrôle. Les deux cas de figure rencontrés alors sont :

- **La cession de l'entreprise à un acteur industriel**, celle-ci étant une solution de sortie classique qui peut se réaliser dans le cadre d'une négociation de gré à gré avec un acquéreur identifié ou, cas le plus fréquent, à travers un mandat donné à un intermédiaire financier :
  - > le choix de cet intermédiaire constitue alors une étape importante du processus car il aura une importance prépondérante sur l'ensemble du processus de cession (capacité à expliquer les caractéristiques de l'entreprise et de son marché, identification des meilleurs partenaires, conduite des négociations, etc.) ;
  - > le processus de cession comporte ensuite un travail de préparation (présentation de l'entreprise et de l'opération financière proposée, préparation des vendor due diligences (rapports d'audits financiers et stratégiques que le cédant fait effectuer), etc.), une consultation plus ou moins large d'acquéreurs potentiels qui remettront des lettres d'intention, des échanges approfondis avec les quelques acquéreurs potentiels retenus qui remettront ensuite des offres fermes, tous ces échanges se déroulant dans un calendrier et une forme très encadrés.
- **La cession de l'entreprise à un autre investisseur financier** est une option complémentaire (ou alternative) et, dans ce cas de figure, le processus sera assez proche de celui de la cession à un acteur industriel, à la différence que le montage de l'opération nécessitera d'avoir recours à de la dette (opération à effet de levier).

### 3 - L'ÉVOLUTION DE LA DIRECTION DE L'ENTREPRISE À LA SORTIE DU CAPITAL DÉVELOPPEUR

Si l'actionnaire entrepreneur reste fortement impliqué au capital de l'entreprise à la sortie de son partenaire financier, notamment s'il reste majoritaire, il est rare que la sortie du capital développeur provoque une modification de la direction de l'entreprise. En tout état de cause, cette décision est, en général, entièrement entre les mains de l'actionnaire entrepreneur. En revanche, en cas de cession de l'entreprise, cette question devient légitime.



« *En cas de cession, l'actionnaire entrepreneur quitte-t-il l'entreprise ?* »

S'il le souhaite, l'entrepreneur restera souvent aux commandes de la société à la suite de la cession parce qu'il est rare que le nouvel actionnaire majoritaire trouve un intérêt à se priver des compétences de celui qui a dirigé la société pendant de nombreuses années et qui en a assuré son développement. Par ailleurs, plus le parcours récent de la société aura été bon et plus le maintien du dirigeant à son poste sera même, vraisemblablement, une condition essentielle à l'acquisition de la société par un investisseur financier majoritaire et un sujet étudié attentivement par un éventuel acquéreur industriel.

Un mécanisme d'intéressement de l'actionnaire entrepreneur sera alors généralement mis en place par l'acquéreur :

- il peut s'agir d'un système de complément de prix ou d'octroi d'options sur les titres de l'acquéreur ;
- il existe aussi des opérations de cession portant sur la majorité mais pas la totalité du capital de la société, notamment lorsque l'acquéreur souhaite maintenir une forte implication capitalistique de l'entrepreneur, avec l'accord de ce dernier.

👉👉👉 En synthèse, en cas de cession, la cessation de l'activité de l'actionnaire entrepreneur dépendra en tout premier lieu de son projet personnel et de sa volonté de s'inscrire dans une nouvelle étape du développement de l'entreprise. 🏠🏠🏠

Enfin, notons que dans ce choix personnel de quitter ou non l'entreprise, des considérations fiscales peuvent également entrer en compte : depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2006, sous réserve de la réalisation de certaines conditions, lorsque l'actionnaire entrepreneur fait valoir ses droits à la retraite dans un délai d'un an, la cession de ses titres est susceptible d'être exonérée d'impôts sur la plus value.

**EXEMPLE >>LA SOCIÉTÉ ALLOCINÉ**

Allociné édite notamment le site Internet allocine.com spécialisé dans l'information sur le cinéma et les séries TV. Alors que cette société était détenue de concert par un fonds d'investissement et son management, la société a connu un changement de partenaires financiers en 2007.

Le fonds américain Tiger Global a ainsi acquis une majorité des actions de l'entreprise, permettant aux co-dirigeants de l'entreprise Bertrand Stephann et Grégoire Lassalle de réaliser une partie de leur plus-value. Elle s'est accompagnée d'une évolution de la structure du management de l'entreprise, Bertrand Stephann ayant décidé de se consacrer à d'autres projets (il prendra rapidement la tête du portail féminin aufeminin.com), tandis que Grégoire Lassalle, qui avait structuré le nouveau projet de développement d'Allociné, a conservé ses fonctions de direction.

Les clauses du pacte d'actionnaires permettant d'encadrer les échanges sur la sortie, et notamment de conforter chaque actionnaire dans le sentiment que ses droits seraient préservés, la discussion a pu s'engager en confiance. Toutefois, les clauses juridiques n'ont pas été strictement appliquées : alors que le pacte prévoyait un droit de sortie proportionnel (tag along), les actionnaires ont choisi de ne pas le mettre en œuvre et ont chacun vendu une proportion différente de leurs actions.

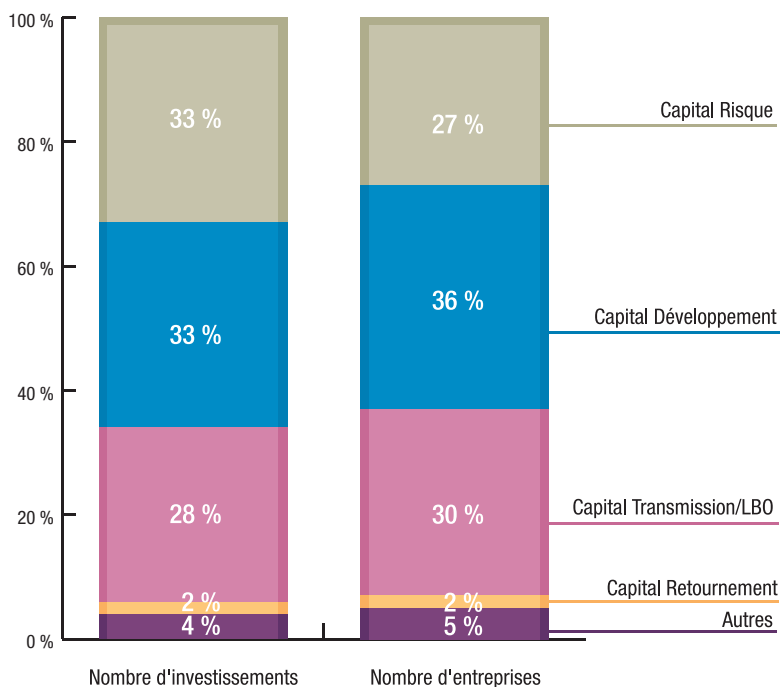
On constate à la lumière de cet exemple qu'une opération n'est jamais strictement financière : la restructuration du capital est bien souvent l'occasion d'une réorganisation des équipes de direction, ce qui permet d'assurer la cohérence entre la structure du capital, la motivation des entrepreneurs et le projet d'entreprise.

## LES CHIFFRES DU CAPITAL DÉVELOPPEMENT

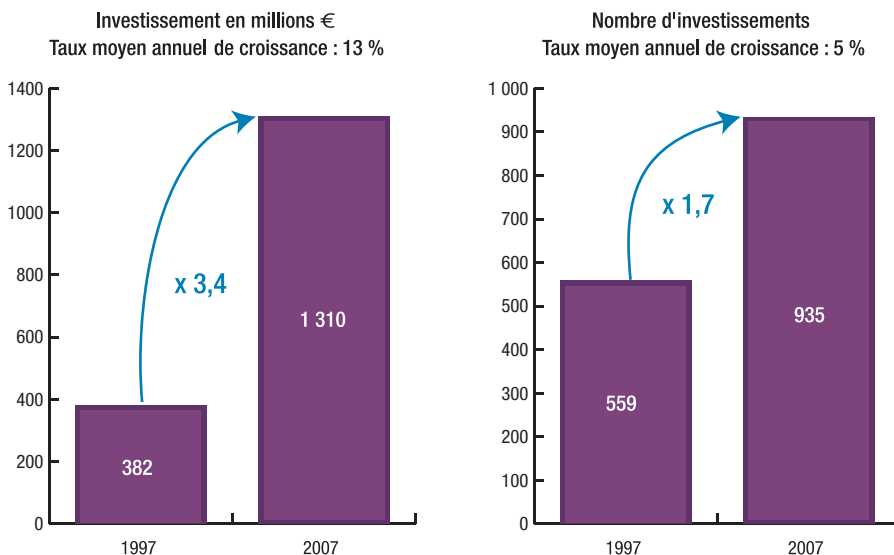
Parmi les sociétés de gestion de fonds de Capital Investissement, la France compte aujourd'hui une quarantaine d'équipes qui interviennent principalement sur des opérations de Capital Développement.

- Depuis 10 ans, plus de 5.000 entreprises ont été accompagnées dans le cadre de 7.600 opérations de Capital Développement (550 en 2007), pour près de 10 milliards d'euros investis (1,3 milliard d'euros en 2007).
- Il y a aujourd'hui en France 2.000 entreprises, employant au total 600.000 personnes, qui ont un ou plusieurs intervenants en Capital Développement dans leur capital. Entre 2005 et 2006, leurs chiffres d'affaires ont progressé en moyenne de près de 10 % (à comparer à une hausse du PIB d'environ 2 %) et leurs effectifs de 8 % (à comparer à une hausse de 1,6 % de du nombre de salariés dans le secteur privé).

Le Capital Développement représente ainsi une part significative de l'activité du Capital Investissement, tant au regard du nombre d'investissements réalisés que du nombre d'entreprises concernées :



Le Capital Développement a connu une progression sensible depuis 10 ans, notamment en termes de montants investis :

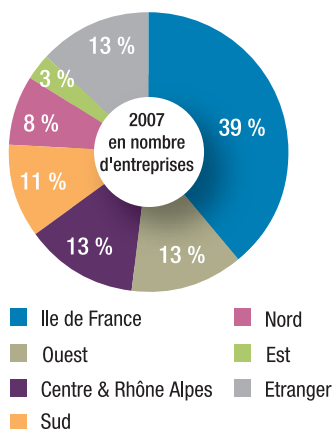


Le montant moyen investi par opération est de 1,3 M€ et progresse :

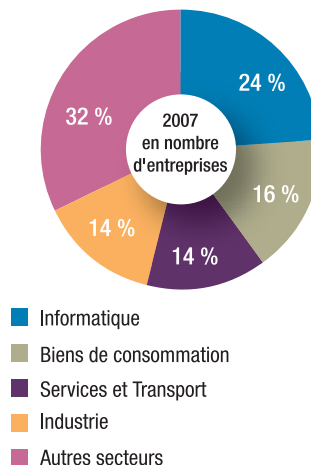
- En France, le montant moyen investi par opération est inférieur à la moyenne européenne qui est de 2,5 M€.
- Le tissu économique français témoigne d'un grand potentiel de croissance des PME, la France comptant 3,7 % d'entreprises de 20 à 250 salariés contre 5,2 % en Grande-Bretagne et 6,7 % en Allemagne.

En 2007, ces investissements ont concerné l'ensemble des secteurs d'activités et ont eu lieu sur l'ensemble du territoire :

Répartition des opérations par région



Répartition des opérations par secteur d'activité



## L'EXEMPLE ALLOCINÉ

### 1. DESCRIPTION DE LA SOCIÉTÉ

**Dirigeant** : Grégoire Lassalle

Créée en 1994, Allociné est le spécialiste français de l'information sur le cinéma et les séries TV. Son site Internet allocine.com a attiré près de 4 millions de visiteurs uniques mensuels en 2006 (environ un internaute sur cinq). Allociné diffuse également ses services sur le téléphone mobile (Orange, SFR et imode) et publie le premier magazine gratuit sur le cinéma, distribué à 650.000 exemplaires dans un réseau de salles de cinéma partenaires.

En 2007, le chiffre d'affaires a atteint 12.5 M€ pour un résultat d'exploitation de 5 M€. L'entreprise tire l'essentiel de ses revenus de la publicité diffusée sur le site Internet.

### 2. ORIGINE DE L'ENTRÉE DE CITA ET PARCOURS COMMUN

Bertrand Stephann et Grégoire Lassalle, accompagnés par Cita FCPR1, ont acquis Allociné auprès de Vivendi Universal en 2003. L'entreprise, qui était alors fortement déficitaire, a été redressée en moins de 18 mois, puis a connu une forte croissance grâce à un effort important de développement du site Internet, conjugué au déploiement du haut débit.

Le partenaire financier a accompagné les dirigeants dans leurs choix stratégiques en tant qu'administrateur de Financière Allociné, holding de contrôle d'Allociné. Cita FCPR1 a également épaulé les dirigeants d'Allociné lors de deux opérations de croissance externe, portant sur les sociétés Planète Séries (séries TV) et Abricoo (plate-forme de blogs) en 2005 et 2006 respectivement.

### 3. CESSION D'UN BLOC MAJORITAIRE À TIGER GLOBAL

Le fonds Tiger Global a identifié Allociné comme une société à fort potentiel de développement lors d'une revue stratégique menée au niveau mondial avec le cabinet McKinsey & co. Parallèlement aux discussions menées sur le projet d'entreprise et le plan d'affaires, les actionnaires d'Allociné ont fourni à Tiger Global l'information nécessaire à l'élaboration d'une offre ferme. L'ensemble du processus, y compris la rédaction de la documentation juridique, a duré moins de deux mois.

### 4. LE MOT DU DIRIGEANT

« *Le travail effectué depuis 3 ans avec Cita nous a permis de structurer AlloCiné, puis de consolider notre leadership en France, tant en audience qu'en innovation. La restructuration du capital va nous permettre d'aller encore plus loin dans l'entertainment en France, et de décliner en Europe notre savoir-faire éditorial, technique et commercial.* »

### 5. LE MOT DU PARTENAIRE FINANCIER

« *Allociné a construit au fil des ans une position de leader dans l'information cinéma en France, tout en gardant une forte réactivité et une capacité d'innovation permanente. Depuis 2003, l'entreprise a sans cesse mis en ligne de nouveaux services ou de nouvelles rubriques. L'une des explications du succès de l'entreprise tient à cette innovation permanente, l'autre étant sans doute l'attention scrupuleuse portée aux droits de propriété intellectuelle et plus généralement un grand respect pour le cinéma.* »

## L'EXEMPLE ASTEELFLASH

---

### 1. DESCRIPTION DE LA SOCIÉTÉ

**Dirigeant :** Gilles Benhamou

Groupe créé en 1999, AsteelFlash (près de 500 M€ de CA attendu en 2008) est un sous-traitant de l'industrie électronique à destination de l'industrie, positionné essentiellement sur le marché des « high mix – complex product » où le groupe est devenu, au cours des dernières années, un poids lourd mondial.

La force du groupe provient (i) d'une couverture industrielle mondiale, avec des unités de productions basées sur quatre continents, en Europe (France, Grande-Bretagne), en Amérique du Nord (Etats-Unis), en Afrique (Tunisie) et en Asie (Chine), (ii) de la modernité de son outil de production, qui couvre l'ensemble du savoir-faire électronique, (iii) de la supériorité de son niveau de services face à la concurrence (gamme de prestations, flexibilité de la production, qualité du partenariat commercial avec les clients, capacité à concevoir et à industrialiser), (iv) de son savoir-faire commercial, et (v) de sa capacité à maîtriser ses coûts dans un contexte de forte croissance.

### 2. ORIGINE DE L'ENTRÉE DE N.I. PARTNERS AU CAPITAL D'ASTEELFLASH

En 2005, après 6 années de partenariat avec Gilles Benhamou, 21 Centrale Partners, alors minoritaire, a souhaité réaliser la liquidité de son investissement dans le groupe et a confié un mandat de vente de sa participation à une banque d'affaires.

N.I. Partners (Natixis Investissement Partners), qui connaissait Gilles Benhamou pour avoir investi par le passé dans une société qu'il dirigeait, s'est inscrit dans le cadre de ce processus de vente. Au-delà du reclassement des titres de 21 Centrale Partners, N.I. Partners et Gilles Benhamou se sont entendus pour organiser une opération globale de réorganisation de l'actionariat du groupe, permettant au dirigeant d'une part de devenir à cette occasion majoritaire et, d'autre part, de poursuivre ses projets de développement.

La décision de N.I. Partners d'investir dans AsteelFlash a été motivée par la qualité de l'entreprise et de son management, et notamment de son potentiel de croissance future, celle-ci reposant à la fois sur la capacité des dirigeants de l'entreprise à identifier des entreprises à racheter, concurrents ou sites de production, tout en continuant à faire progresser le chiffre d'affaires de l'entreprise avec ses principaux clients ou de nouveaux prospects.

### 3. PARCOURS COMMUN

Le parcours commun s'est déroulé en deux phases :

- pendant les deux premières années du partenariat, Gilles Benhamou et N.I. Partners ont recherché ensemble des acquisitions pertinentes à réaliser, l'objectif commun des partenaires étant d'identifier des cibles susceptibles de s'insérer parfaitement dans un projet industriel global et de permettre à Asteel de changer de dimension ; en parallèle, durant cette période, l'activité a continué à progresser très favorablement, avec une croissance supérieure à 10 % par an ;

- mi-2007, deux cibles s'inscrivant parfaitement dans la stratégie d'internationalisation du groupe ont été finalement identifiées et les deux partenaires ont alors travaillé de concert pour procéder à ces acquisitions, N.I. Partners étant associé par Gilles Benhamou à l'ensemble des négociations : en février 2008, Asteel a procédé coup sur coup à l'acquisition de l'anglais MRP Electronics et de l'américain Flash Electronics, ces deux acquisitions permettant au nouvel ensemble AsteelFlash de doubler de taille et de passer du stade de leader français à celui d'acteur majeur au niveau mondial, tant en termes de couverture géographique qu'en termes de capacités de production.

#### **4. LE MOT DU DIRIGEANT**

« De ces quelques années de collaboration avec deux partenaires financiers successifs, 21 Centrale Partners et N.I. Partners, je retiens surtout qu'ils ont tous les deux montré une forte capacité à m'accompagner dans mes projets de croissance, notamment au niveau des échanges que nous avons pu avoir sur les projets d'acquisition qui s'offraient à la société. L'entrée de N.I. Partners a également été pour moi l'occasion de trouver un partenaire force de proposition pour m'aider à réorganiser mon actionariat tout en garantissant le développement futur de mon groupe. »

#### **5. LE MOT DU PARTENAIRE FINANCIER**

« La confiance dans le management d'une société est essentiel dans le succès d'un partenariat entre une équipe de direction et un partenaire financier. A ce titre, l'exemple d'AsteelFlash est une parfaite réussite : nous nous parlons régulièrement et librement, notamment pour échanger sur les opportunités qui se présentent à la société, et Gilles Benhamou sait que nous sommes à sa disposition pour tout sujet sur lequel il aimerait recueillir notre sentiment ou obtenir un support. »

## L'EXEMPLE BEAUTY SUCCESS

### 1. DESCRIPTION DE LA SOCIÉTÉ

**Dirigeants** : Philippe et Christophe Georges

Beauty Success est le premier réseau français de parfumeries sélectives en franchise et le cinquième acteur du marché avec 220 points de vente en France. Le réseau affiche une dynamique de croissance remarquable, +12 % sur un marché en progression de 2,5 %, à périmètre non constant, et un chiffre d'affaires en augmentation de 72 % entre 2002 et 2007. Positionné sur un marché porteur et engagé dans un nouveau projet de développement, le réseau Beauty Success présente un fort potentiel.

### 2. ORIGINE DE L'ENTRÉE DE OUEST CROISSANCE AU CAPITAL DE BEAUTY SUCCESS ET ACCOMPAGNEMENT

En 2002, CDC Capital Investissement est entré au capital de la holding Beauty Success à hauteur de 27,75 %. En 2008, CDC CI a manifesté le souhait de céder ses titres. La famille Georges, qui demeure l'actionnaire majoritaire du groupe Beauty Success, a sollicité Ouest Croissance pour être conseillée sur le montage de l'opération et assurer la reprise des titres de l'investisseur sortant. Ce reclassement est intervenu au moment où la famille Georges a voulu mettre en place un projet d'entreprise ambitieux avec le lancement d'un nouveau format de parfumerie et le développement de sa plateforme logistique.

En position de « leader » de l'opération, Ouest Croissance a notamment accompagné Beauty Success dans la recherche d'un co-investisseur, le Crédit Mutuel Océan (Océan Participations). Les dirigeants de Beauty Success ont ainsi pu bénéficier d'interlocuteurs conseil privilégiés à leurs côtés qui vont au-delà de l'accompagnement technique dans le montage financier et partagent leurs préoccupations stratégiques.

### 3. LE MOT DU DIRIGEANT

« *Plusieurs raisons ont motivé notre choix de travailler avec Ouest Croissance : un engagement de Ouest Croissance sur la durée, un accompagnement fructueux dans la recherche d'un co-investisseur (Océan Participations) et un conseil sur le refinancement de la dette. Plus qu'un conseil technique, nous avons bénéficié de l'accompagnement d'un partenaire. »*

### 4. LE MOT DU PARTENAIRE FINANCIER

« *Nous avons été convaincus par le savoir-faire historique du groupe, par sa dynamique de croissance, par son fort potentiel de développement et surtout par le projet d'entreprise ambitieux porté par Philippe et Christophe Georges, qui repose sur 2 axes : le lancement d'un nouveau format de parfumerie - Beauty Success Boutique (BSb) - avec un positionnement de parfumerie globale, centrée sur le conseil et le bien-être, dans un objectif d'optimisation du maillage du réseau sur le territoire national ; le déploiement de la plateforme logistique qui va progressivement monter en puissance. Avec une prise de participation de 5 millions d'euros au capital de l'entreprise, Ouest Croissance occupe une place de partenaire conseil auprès des dirigeants et confirme la montée en puissance de ses opérations. »*

## L'EXEMPLE COMPTOIR DES COTONNIERS

---

### 1. DESCRIPTION DE LA SOCIÉTÉ

**Dirigeant** : Tony Elicha

La société Créations Nelson a été créée à Toulouse en 1972 par Monsieur Elicha. Après s'être développée avec la commercialisation de produits sous licences, la société a, en 1988, lancé sa marque propre « Comptoir des Cotonniers » dont le cœur de cible était constitué de femmes âgées de 20 à 45 ans. Depuis lors, la marque « Comptoir des Cotonniers » a connu une croissance très forte en France et à l'étranger grâce à une politique très dynamique d'ouverture de boutiques et de corners.

### 2. PARCOURS COMMUN

Le Fondateur s'était fixé comme objectif de céder sa société à moyen terme. Le fait qu'elle soit « très familiale » rendait la cession difficile. Dans ces conditions, il a souhaité faire entrer au capital, par cession d'actions, un partenaire financier minoritaire, le Fonds Pechel Industries. L'objectif du Fondateur était que Pechel Industries l'aide à « institutionnaliser » sa société, en d'autres termes, qu'il l'aide à la rendre moins dépendante de sa famille et à faire évoluer la gestion vers un mode plus formalisé. D'un commun accord avec Pechel Industries, l'équipe de management a été renforcée avec les recrutements d'un directeur financier et d'un directeur général, le renforcement de l'équipe de création, et la mise en place de procédures internes et d'un reporting. La société a connu un très fort développement avec l'ouverture de plus de cent points de vente.

### 3. CESSIION D'UN BLOC MAJORITAIRE À UN FONDS DE LBO PUIS CESSIION À UN INDUSTRIEL

Cette opération de Capital Développement s'est achevée plus tôt que ne le prévoient les clauses de liquidité du pacte d'actionnaires, à la demande du Fondateur et bien sûr en accord avec le Fonds Pechel Industries. En effet, la réorganisation de l'entreprise étant très avancée et les résultats en forte progression, il a été possible de réaliser une opération de capital transmission avec la cession de la majorité du capital à un fonds de LBO, le Fondateur et des membres de son équipe conservant 30 % du capital. Dans un troisième temps, le groupe Comptoir des Cotonniers a été cédé en totalité à un groupe de distribution japonais. A cette occasion, le Fondateur a quitté la direction de l'entreprise et le Directeur Général est devenu Président.

### 4. LE MOT DU PARTENAIRE FINANCIER

« Comptoir des Cotonniers est l'exemple parfait d'une société qui a su gérer et maîtriser sa croissance. A l'origine 100 % familiale, la société a fait évoluer son management et sa gestion interne ; elle est devenue en quelques années un groupe de distribution international reconnu. Ce succès est dû à la qualité et à la clairvoyance de son Fondateur et à la transparence du partenariat avec Pechel Industries. »

## L'EXEMPLE CONEXIO

### 1. DESCRIPTION DE LA SOCIÉTÉ

**Dirigeant** : Dominique Mellot

CONEXIO est la holding d'ITECOM, société spécialisée dans les automatismes et l'informatique industrielle du traitement des eaux, et notamment la conception d'armoires industrielles de télégestion pour les réseaux d'assainissement.

ITECOM a réalisé en 2007 un CA d'environ 10 M€ et connaît une croissance organique importante (CA 2004 ~ 6 M€).

La société équipe les principaux leaders du traitement des eaux (Véolia, Lyonnaise et Saur), ainsi que de nombreuses régies municipales.

### 2. ORIGINE DE L'ENTRÉE D'IPO AU CAPITAL DE CONEXIO

ITECOM a été créée en 1990 par Luc Michaud qui a souhaité prendre sa retraite. IPO, connaissant les intentions du dirigeant et les performances remarquables de l'entreprise, a présenté Dominique Mellot au Fondateur.

En février 2006, Dominique MELLOTT, associé à IPO (chef de file) et à Sodero Gestion, a repris le contrôle d'ITECOM via une holding endettée dénommée CONEXIO, dont le capital était réparti entre Dominique Mellot (50,02 %), IPO (39,98 %) et Sodero Gestion (10 %).

La Holding s'est endettée dans le maximum des ratios bancaires, avec un dirigeant impliqué financièrement au maximum de ses possibilités.

### 3. PARCOURS COMMUN

La gouvernance a été organisée autour d'un Comité Stratégique composé de Dominique Mellot, IPO et Sodero Gestion, ainsi que d'un administrateur indépendant, Michel Sindzingre, ex PDG du groupe coté IMERYYS.

Cette instance a pour but d'informer les actionnaires financiers minoritaires, et d'apporter, tous les 2/3 mois, un éclairage et une réflexion financière et stratégique partagée avec le Dirigeant.

Une recherche de croissance externe a été organisée, réfléchie, négociée et financée avec l'appui du Comité Stratégique et des financiers impliqués, avec 2 cibles : l'une en région lyonnaise conclue en mai 2008, l'autre en Roumanie (en cours de finalisation).

### 4. LE MOT DU DIRIGEANT

« ITECOM était déjà, lors de la reprise, une société bien structurée. Le challenge est maintenant de la faire croître par voie organique et par voie d'acquisitions, de manière rentable, en France, et à l'étranger où les références acquises dans le monde de l'eau sont crédibles et bien accueillies, compte tenu du renom des grands acteurs français de l'eau qui sont tous nos clients. Le Fondateur a souhaité favoriser une reprise impliquant fortement ses cadres. Ce souhait était en concordance avec mes propres souhaits, et j'aurais mis en place ce schéma de toute façon. IPO et Sodero partagent également cette manière de voir. D'ailleurs, les acquisitions faites ou en cours ont été l'occasion d'élargir encore le cercle des

*actionnaires salariés à tous ceux qui le souhaitaient, sur toute l'échelle hiérarchique. A l'implication long terme des salariés, présents pour les deux tiers d'entre eux au capital, répond l'implication long terme d'IPO et Sodero, dont j'ai pu mesurer et apprécier l'approche vraiment industrielle (expression souvent galvaudée, mais ici justifiée), la volonté de contribuer au développement du business, ainsi que leur disponibilité pour donner des conseils pertinents, et leur courtoisie. »*

## **5. LE MOT DU PARTENAIRE FINANCIER**

« Dominique Mellot a très rapidement intégré et maîtrisé tous les rouages humains, techniques et commerciaux de l'entreprise qu'il a rachetée. Les partenaires financiers, IPO et Sodero Gestion, ont noué avec le Dirigeant un partenariat de confiance et d'estime mutuelle. Ils s'impliquent fortement dans l'accompagnement et aident au maximum à la poursuite du développement, y compris à l'étranger, tant en réflexion, qu'en réseau partagé, ou en financement approprié aux objectifs spécifiques du dirigeant :

- croissance du groupe, organique et externe
- accroissement du contrôle majoritaire du dirigeant. »

## L'EXEMPLE LE FLOCH DEPOLLUTION

### 1. DESCRIPTION DE LA SOCIÉTÉ

**Dirigeant :** Patrick Le Floch

Le groupe Le Floch est un groupe spécialisé dans la dépollution, la réhabilitation de sites et les travaux techniques d'accès difficile. Le groupe a réalisé en 2007 un chiffre d'affaires d'environ 40 M€ et connaît une croissance soutenue depuis sa création en 1998, tant par l'acquisition de sociétés que par l'accroissement du nombre de ses marchés. Parmi ses références se trouvent le traitement de la pollution de l'Erika ou la dépollution du site d'AZF.

### 2. ORIGINE DE L'ENTRÉE DE DEMETER AU CAPITAL DU GROUPE LE FLOCH

En mai 2008, le groupe Le Floch a ouvert son capital au fonds d'investissement Demeter, spécialiste des secteurs des éco-industries et éco-énergies, à Ouest Croissance et à CIC Investissement, pour financer sa croissance organique (création de filiales et nouveaux marchés) et la poursuite de sa stratégie de croissance externe.

Cette opération est intervenue à l'issue d'une réflexion approfondie du dirigeant sur ses objectifs, tant sur le plan du développement et de la pérennité du groupe que sur le plan personnel. Compte tenu du montant investi, du caractère sectoriel du fonds et de sa relation ancienne avec le dirigeant, Patrick Le Floch, Demeter joue le rôle de « lead investor » dans cet investissement. A ce titre, Demeter a piloté avec ses conseils l'ensemble des audits et l'élaboration de la documentation juridique. C'est donc Demeter qui a été l'interlocuteur de l'entrepreneur pendant cette phase et qui s'est chargé de la coordination avec les deux autres investisseurs.

### 3. PARCOURS COMMUN

L'opération s'est accompagnée de la mise en place d'une gouvernance plus normée afin d'aider le dirigeant à structurer davantage le groupe et son fonctionnement. En tant que « lead investor », Demeter détient ou peut proposer quatre postes sur les cinq postes du comité de surveillance. Le dirigeant a donc un interlocuteur privilégié clairement identifié.

### 4. LE MOT DU DIRIGEANT

« Outre sa contribution financière dans la poursuite de notre croissance, Demeter Partners nous aide à structurer notre organisation et, de par sa spécialisation, nous donne accès à toute une base d'information, d'expertise et de contacts ainsi qu'à des opportunités d'affaires au sein de son portefeuille. »

### 5. LE MOT DU PARTENAIRE FINANCIER

« Le groupe Le Floch a su développer au fil des ans une expertise technique forte et des réponses parfaitement appropriées aux besoins de ses clients. Elles lui valent de travailler aujourd'hui auprès de clients prestigieux et de disposer d'un gros potentiel de développement. Demeter Partners trouve toute sa place dans la réflexion auprès du dirigeant sur les axes métiers et les axes géographiques possibles de ce développement ainsi que sur l'organisation nécessaire à son accompagnement. »

## L'EXEMPLE MALHERBE

---

### 1. DESCRIPTION DE LA SOCIÉTÉ

**Dirigeant :** Alain Samson

Créé en 1963, le groupe Malherbe (près de 150 M€ de CA en 2007) est spécialisé dans le transport de marchandises et l'affrètement, et se classe aujourd'hui parmi les dix premiers acteurs au niveau national, avec de fortes positions dans l'ouest de la France. Suite à sa reprise par Alain Samson en 2001, jusqu'alors Directeur Général, le groupe a connu une accélération de sa croissance, notamment grâce à un plan de croissance ambitieux.

La force du groupe provient (i) d'une stratégie métier performante sur un marché mature et concurrentiel, (ii) de relations partenariales, construites dans la durée, avec ses principaux clients, (iii) d'une organisation et d'un mode de management réactifs et efficaces, ceux-ci reposant notamment sur un outil de reporting performant et (iv) d'un véritable savoir-faire en matière d'acquisition, de réorganisation et d'intégration de sociétés concurrentes en difficulté.

### 2. ORIGINE DE L'ENTRÉE DE N.I. PARTNERS AU CAPITAL DU GROUPE MALHERBE

En 2008, après trois années de partenariat avec Alain Samson, Activa Capital a souhaité réaliser la liquidité de son investissement dans le groupe et, dans ce cadre, un mandat de vente a été confié à un intermédiaire financier.

N.I. Partners (Natixis Investissement Partners), qui connaissait bien ce secteur d'activité, a participé à ce processus de vente. Dans le cadre des échanges, et au-delà de l'atteinte d'un point d'accord sur des sujets aussi importants que la valorisation, la gouvernance ou encore la sortie à terme, l'équipe en charge du dossier au sein de N.I. Partners et le dirigeant ont appris à se connaître et à s'apprécier. Finalement, N.I. Partners et Alain Samson ont décidé de s'associer pour organiser une opération globale de réorganisation de l'actionariat du groupe. A l'issue de ce processus de vente, Activa Capital a pu obtenir la liquidité recherchée et le dirigeant a pu s'inscrire dans un nouveau projet lui permettant, d'une part, de devenir majoritaire à cette occasion et, d'autre part, de pouvoir poursuivre ses projets de développement.

La décision de N.I. Partners de participer à cette opération provient notamment de la grande qualité du management de l'entreprise et du potentiel de croissance du groupe, cette croissance reposant, d'une part, sur la capacité du dirigeant de l'entreprise à racheter des entreprises en difficulté pour ensuite les redresser et, d'autre part, sur sa capacité à faire progresser le chiffre d'affaires de l'entreprise avec ses principaux clients.

### 3. PARCOURS COMMUN

Depuis l'investissement de N.I. Partners, l'équipe d'investisseurs et Alain Samson se rencontrent régulièrement, ces rencontres s'appuyant sur des éléments de reporting déterminés à l'origine de l'investissement. Néanmoins, au-delà de cet aspect formel, ces rencontres ont surtout vocation à permettre aux deux partenaires d'échanger sur l'évolution de la société, et ce, dans un contexte où le marché du transport de marchandises est soumis à de fortes variations, notamment du fait de l'évolution du coût du gazole.

Par ailleurs, les deux partenaires échangent plusieurs fois par mois, en fonction des opportunités, sur les nombreux projets d'acquisition qui s'offrent au groupe. Ces échanges leur permettent notamment de confronter leurs approches de valorisation et de faire bénéficier la société de leur savoir-faire respectif dans un cadre où l'objectif commun de N.I. Partners et d'Alain Samson est de permettre au groupe Malherbe de poursuivre sa stratégie de croissance soutenue et totalement maîtrisée.

#### **4. LE MOT DU DIRIGEANT**

« Depuis 2001, j'ai tout d'abord été PDG et seul actionnaire du groupe Malherbe, avant de décider, en 2004, de m'associer à des partenaires financiers. Je considère que ces années de partenariat ont été particulièrement bénéfiques, pour moi comme pour l'entreprise, notamment parce que Activa Capital et N.I. Partners ont fait ou font preuve d'une forte implication dans le suivi du groupe et ont été des partenaires d'échange avertis et attentifs. De plus, ils ont tous deux démontré une véritable capacité à accompagner la croissance du groupe, que ce soit dans l'analyse de mes projets d'acquisition ou du point de vue de leur accompagnement capitalistique. Enfin, j'ai toujours partagé le même objectif que mes partenaires financiers : développer mon groupe de manière rentable. »

#### **5. LE MOT DU PARTENAIRE FINANCIER**

« Le partage d'un projet commun est à la base du succès d'une opération de Capital Développement. Ceci suppose non seulement d'avoir confiance en son partenaire mais également de rechercher la discussion et d'accepter, le cas échéant, la contradiction. En effet, de ces échanges naissent la réflexion et, in fine, le mûrissement des décisions importantes. Ceci permet notamment de s'assurer que chaque décision structurante soit bien prise en toute connaissance de cause et soit ainsi la plus à même de contribuer à l'atteinte des objectifs communs. »

## L'EXEMPLE MALTEM CONSULTING GROUP

### 1. DESCRIPTION DE LA SOCIÉTÉ

**Dirigeants** : Jean-Luc Clamen et Pascal Mennesson

Maltem Consulting Group est un spécialiste des systèmes d'information dans les secteurs bancaire, finance et assurance depuis sa création en 2001. Il a réalisé en 2007 un chiffre d'affaires de 37 M€ dans le cadre d'une croissance organique très soutenue et d'une politique d'acquisitions centrée sur son cœur de métier (4 acquisitions réalisées).

### 2. CONTEXTE DE L'ENTRÉE D'EPF AU CAPITAL DE MALTEM CONSULTING

En juin 2007, Maltem Consulting Group a ouvert son capital au Fonds d'investissement EPF Partners (EPF III).

Les dirigeants souhaitaient préparer en amont et anticiper la possible introduction en bourse de l'entreprise qu'ils avaient fondée 6 ans auparavant. La taille indispensable à acquérir pour consolider leur visibilité stratégique passait par le développement de la société afin de pouvoir aborder les marchés boursiers de la manière la plus attractive possible : taille critique adéquate, implantation internationale largement engagée et capitalisation envisageable minimale.

Ce sont les objectifs qui sont poursuivis, d'une manière totalement convergente, entre les dirigeants majoritaires et EPF.

### 3. PARCOURS COMMUN

La mise en place de ce partenariat s'est concrétisée par l'organisation de réunions de travail à intervalles réguliers dans un climat de confiance réciproque. Chaque composante apporte sa valeur ajoutée, opérationnelle et stratégique pour l'une, réflexion et tactique financière, appui sur financement d'acquisition, relations avec les partenaires bancaires pour l'autre ; ce climat de confiance, de proximité et de disponibilité se traduisant par d'excellentes performances.

### 4. LE MOT DU DIRIGEANT

« En amont de notre recherche d'un partenaire financier, il était important pour nous de collaborer avec un acteur ayant une culture de travail proche de notre culture d'entreprise garante de la cohérence et du bon pilotage du groupe : la proximité, la transparence et une forte ambition.  
Après plus d'un an de collaboration, nos souhaits réciproques ont été respectés. Le groupe a connu une croissance organique de près de 50 %, nous avons mis en place de nouvelles offres, nous avons effectué deux rachats (un en France et un au Luxembourg) et nous avons ouvert deux pays (Dubai et Hong Kong).  
L'équipe EPF a été informée et présente à chacune de ces étapes de croissance. Elle a su nous prodiguer les conseils adéquats et nous mettre en relation avec son réseau professionnel pour faciliter certaines opérations. »

### 5. LE MOT DU PARTENAIRE FINANCIER

« La détermination affichée par les dirigeants fondateurs de Maltem Consulting se retrouve dans les performances affichées par la société depuis sa création. Le souci d'excellence dans tous les compartiments – gestion des ressources humaines, pilotage opérationnel, précision des acquisitions, pertinence stratégique – rend totalement convergentes les cultures partagées à la fois par Jean-Luc Clamen et Pascal Mennesson - fondateurs - et l'équipe EPF Partners. »

## L'EXEMPLE PAULE KA

---

### 1. DESCRIPTION DE LA SOCIÉTÉ

**Dirigeants** : Serge Cajfinger (PDG) et Antoine Bing (DGA)

Positionnée sur le marché du prêt-à-porter féminin de luxe, Paule Ka, qui a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 30 M€ en 2007, a été lancée en 1987 par le créateur franco-brésilien Serge Cajfinger et a toujours connu une croissance rentable depuis son origine grâce à sa bonne capacité d'autofinancement. La société Paule Ka conçoit sa collection en interne, sous-traite la fabrication et gère la commercialisation au travers de 18 boutiques à son nom, 302 boutiques multimarques et 28 corners dans 25 pays. La moitié de son chiffre d'affaires est réalisée à l'étranger.

### 2. ORIGINE DE L'ENTRÉE DE CDC ENTREPRISES AU CAPITAL DE PAULE KA

Le management a décidé en 2007 de passer à une nouvelle étape dans le développement de l'entreprise et de s'associer à un partenaire financier, avec pour objectif d'accélérer la croissance en investissant dans l'ouverture de nouveaux magasins.

C'est dans ce contexte que la société a fait entrer à son capital, à hauteur de 17,4 %, le fonds Patrimoine et Création, fonds de Capital Développement minoritaire géré par CDC Entreprises, dédié aux secteurs des industries culturelles et notamment aux médias et au luxe.

### 3. PARCOURS COMMUN

Le Conseil de surveillance, composé de membres de la famille Cajfinger et de deux représentants du partenaire financier, est réuni au moins une fois par trimestre. Il permet aux représentants des actionnaires d'avoir une information détaillée de l'activité de la société, de discuter des points présentés par le Directoire et d'être consultés pour les décisions à caractère stratégique.

L'entrée de Patrimoine et Création a été l'occasion pour la société de mettre en place un système de reporting aux actionnaires plus élaboré, comprenant des éléments d'information mensuels, trimestriels et semestriels, ceci ayant été rendu possible grâce à un renforcement du contrôle de gestion de l'entreprise.

### 4. LE MOT DU DIRIGEANT

« Société 100 % familiale, Paule Ka a souhaité financer l'accélération de son développement par apport de fonds propres et ouvrir son capital à un investisseur capable de conforter la confiance de ses partenaires dans la pérennité de l'entreprise. La notoriété institutionnelle de CDC Entreprises, et la sensibilité particulière du fonds Patrimoine et Création aux problématiques du développement artistico-industriel, ont fait de ce fonds le partenaire le plus adapté dans le cadre de l'opération envisagée. »

### 5. LE MOT DU PARTENAIRE FINANCIER

« Paule Ka est une griffe reconnue qui a réussi à connaître une croissance continue et rentable en France et à l'international depuis sa création dans un secteur souvent marqué par une forte cyclicité. La société est bien structurée pour activer de nouveaux leviers de croissance avec notamment un potentiel de développement important à l'international. L'investissement du fonds permet à la société d'accélérer son développement tout en garantissant son indépendance de créateur. »

## L'EXEMPLE TERNOIS

---

### 1. DESCRIPTION DE LA SOCIÉTÉ

**Dirigeant :** Loïc Darcel

Ternois construit et exploite des stations d'épuration pour le traitement des eaux usées urbaines (de 1.500 à 100.000 équivalents habitants) ou industrielles.

Demeurée indépendante depuis sa création en 1970 par la famille Vercouter, l'entreprise est acquise en 2002 par Loïc Darcel, qui en devient Président. Depuis, Ternois se développe à un rythme très soutenu (le chiffre d'affaires a doublé en 2 ans), notamment vers le sud de la France et dans les métiers de l'exploitation. Ternois affiche près de 700 références et s'est imposée comme le quatrième acteur français de ce marché, derrière les trois majors (Suez, Veolia et Saur).

L'entreprise compte aujourd'hui une centaine de collaborateurs et réalise plus de 40 M€ de chiffres d'affaires.

### 2. ORIGINE DE L'ENTRÉE DE DEMETER AU CAPITAL DE TERNOIS

Les échanges entre Loïc Darcel et Demeter Partners, qui gère des fonds dédiés aux secteurs des éco-industries et des éco-énergies, ont débuté en 2005. Demeter cherchait en effet à investir dans le marché de l'eau et de l'assainissement, très prometteur compte tenu des objectifs de qualité et de dépollution ; Ternois avait été identifié comme l'un des meilleurs acteurs de ce marché et une PME très performante face aux grands groupes du secteur.

Près de 2 années de discussions régulières ont permis de construire une relation de confiance et chaque partenaire a pu mieux comprendre les objectifs et contraintes de l'autre. Parallèlement, l'entreprise a connu un très fort développement.

En juin 2007, avec l'aide de l'intermédiaire financier Llione et Associés, Loïc Darcel a ouvert le capital de Ternois à Demeter avec pour objectifs de financer sa croissance organique, de développer son activité d'exploitation et de se donner les moyens de procéder à des opérations de croissance externe.

### 3. PARCOURS COMMUN

Durant la 1<sup>re</sup> année du partenariat, Loïc Darcel et Demeter ont travaillé à la recherche d'opportunités de croissance externe, pour accélérer le développement de l'activité exploitation et permettre à l'entreprise d'atteindre plus rapidement une taille critique.

Les deux partenaires se sont également consacrés à la poursuite de la structuration de l'entreprise, afin d'accompagner son fort développement, en particulier en absorbant une filiale et en renforçant la direction financière.

### 4. LE MOT DU DIRIGEANT

« Depuis un an, Demeter est actionnaire de Ternois et c'est un véritable travail en commun qui nous permet de définir les orientations stratégiques de l'entreprise, d'organiser son développement et de rechercher et d'étudier plusieurs projets de croissance externe. Par ailleurs, compte tenu de sa spécialisation dans les éco-industries, Demeter apporte une vraie expertise sectorielle et des opportunités de synergies avec d'autres entreprises dont Demeter est actionnaire. »

## **5. LE MOT DU PARTENAIRE FINANCIER**

« Nous avons été impressionnés par la croissance qu'a connue l'entreprise Ternois depuis son acquisition par Loïc Darcel, ainsi que par le professionnalisme et la motivation du personnel de l'entreprise. Nous sommes convaincus que Ternois peut poursuivre son développement pour conforter sa position de principal acteur indépendant du marché français de l'eau et de l'assainissement. Nos échanges très fréquents avec Loïc Darcel sont empreints d'une grande confiance réciproque. »

## L'ASSOCIATION FRANÇAISE DES INVESTISSEURS EN CAPITAL (AFIC)



Créée en 1984, l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), avec plus de 273 membres actifs, regroupe l'ensemble des structures de Capital Investissement installées en France : Sociétés de Capital Risque (SCR), Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR), Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI), Fonds d'Investissement de Proximité (FIP), sociétés de gestion, sociétés de conseil, fonds de fonds, sociétés d'investissement... En outre, l'AFIC compte 203 membres associés issus de tous les métiers – avocats, experts-comptables et auditeurs, conseils, banquiers... – qui accompagnent et conseillent les investisseurs et les entrepreneurs dans le montage et la gestion de leurs partenariats.

L'AFIC, à travers sa mission de déontologie, de contrôle et de développement de pratiques de place, figure au rang des deux associations reconnues par l'AMF et dont l'adhésion constitue pour les sociétés de gestion une des conditions d'agrément. C'est la seule association professionnelle spécialisée sur le métier du Capital Investissement.

Outre les services qu'elle rend à ses adhérents (veille juridique, réglementaire et fiscale ; études et statistiques ; formation ; développement et communication...), la vocation de l'AFIC est de fédérer, représenter et promouvoir la profession du Capital Investissement auprès des investisseurs institutionnels, des entrepreneurs, des leaders d'opinion et des pouvoirs publics. Elle contribue, dans le cadre d'un dialogue permanent, à l'amélioration du financement de l'économie, en particulier à destination des PME-PMI, à la stimulation de la croissance et la promotion de l'esprit d'entreprise.

En 2007, les membres de l'AFIC ont investi plus de 12.6 milliards € dans plus de 1 500 entreprises. Avec plus de 20 % du marché européen, l'industrie du Capital Investissement française se classe au premier rang d'Europe Continentale et au troisième rang mondial.

Pour plus de renseignements :  
[www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr) - +33 (1) 47 20 99 09

## AYACHE, SALAMA & ASSOCIÉS



Un spécialiste du Capital Développement ? oui ... mais pas uniquement. 20 années se sont écoulées depuis la création du cabinet Ayache, Salama & Associés, années au cours desquelles le cabinet a su s'imposer comme l'un des acteurs reconnus en rapprochement d'entreprises, en private equity et en droit des affaires.

Le cabinet Ayache, Salama & Associés exerce aujourd'hui une part prédominante de son activité dans le domaine du capital investissement, des fusions, acquisitions, restructurations, et plus généralement, toutes opérations de haut de bilan et d'ingénierie financière. Les avocats du département Corporate-Finance du cabinet ont développé une expertise spécifique dans tous les aspects du capital investissement (LBO, Capital Développement et Capital Risque), en accompagnant des entreprises, de grands groupes et des fonds d'investissement dans leurs opérations.

L'expérience de l'équipe dédiée aux opérations de Capital Investissement est enrichie de l'expertise des avocats des autres départements (Banque-Finance, Fiscalité, Distribution-Concurrence, Contentieux) permettant ainsi d'appréhender les multiples enjeux de ces opérations.

Les cursus des membres du cabinet et la qualité de ses correspondants étrangers permettent également au cabinet d'accompagner ses clients français et étrangers dans leurs opérations transfrontalières.

Pour plus de renseignements :  
[www.ayache-salama.com](http://www.ayache-salama.com) - +33 (1) 58 05 38 05

# Le Capital Développement



Johann Le Duigou (investisseur)  
Cédric Lowenbach (investisseur)  
François Véron (investisseur)  
Stéphane Villecroze (investisseur)  
David Ayache (avocat, associé)  
Simon Azan (avocat)

La décision d'avoir recours à un capital développeur est parfois difficile à prendre pour un chef d'entreprise. Cela suppose de partager son projet et sa stratégie avec un tiers, en espérant qu'il les comprenne et y adhère. Cela suppose également d'établir une relation de confiance et de transparence entre des partenaires qui se connaissent à peine. Enfin, cela suppose de prendre des engagements réciproques.

Si vous souhaitez savoir ce qu'un capital développeur peut apporter (au-delà des aspects purement financiers...) et ce qu'un capital développeur va demander (au-delà des aspects purement financiers...), alors cet ouvrage est fait pour vous : il vous présente comment faire entrer un partenaire financier au capital d'une société, en abordant les questions que vous vous posez sur des éléments essentiels, tels que la valorisation ou le pacte d'actionnaires, détaille les différents aspects du partenariat et, enfin, aborde le thème de la sortie.

Rédigé sous la forme de « questions – réponses », ce guide pratique aborde de façon concrète le cadre général d'une opération de Capital Développement et présente de manière précise les différents échanges qui rythment le partenariat entre un entrepreneur et un capital développeur, depuis son entrée jusqu'à sa sortie.

Fruit d'un travail réalisé en commun par des investisseurs et par des avocats, conseils de chefs d'entreprise, cet ouvrage a été élaboré dans le cadre des travaux de la commission Capital Développement de l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), co-présidée par Jean-Paul Bernardini et Jean Gore.



AYACHE, SALAMA  
ASSOCIÉS

**Association Française des Investisseurs en Capital  
Maison du Capital Investissement**

23, rue de l'Arcade - 75008 Paris - Tél. : +33 (1) 47 20 99 09 - Fax : +33 (1) 47 20 97 48  
E-mail : [info@afic.asso.fr](mailto:info@afic.asso.fr) - [www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr)