

## 4 La sortie de l'investisseur



**Sophie SCHILLER,**  
professeur à Paris-Dauphine PSL,  
directrice de l'École Droit Dauphine,  
présidente de la FNDP



**Clément JOREZ,**  
associé – Altheo Partners  
Family Office



**Nicolas MENARD-DURAND,**  
associé fondateur – Fides  
Partners



**Jean PRIEUR,**  
professeur émérite des  
Universités,  
directeur honoraire de  
l'Institut Droit Dauphine,  
président d'honneur de la  
Fédération Nationale droit  
du Patrimoine



**Véronique de HEMMER,**  
directrice des affaires régle-  
mentaires, Fonds d'investis-  
sment – King & Wood  
Mallesons



**Pierre-Louis PÉRIN,**  
avocat associé – Bersay,  
professeur affilié à l'École de  
droit de Sciences Po



**France VASSAUX,**  
directrice générale adjointe  
– France Invest

### 1. - MODALITÉS, ALTERNATIVES ET CONTEXTE DE LA SORTIE

- A. - Horizon de liquidité
- B. - Les différents types de sortie
  - 1° Introduction en Bourse
  - 2° Processus de cession intermédié

### 2. - LE MAINTIEN DE L'ENTREPRISE DANS LE PATRIMOINE DE SON DIRIGEANT

### 3. - LA CESSIION DE L'ENTREPRISE : PLUS OU MOINS-VALUE POUR LE DIRIGEANT ?

- A. - Les conditions de la cession
- B. - La négociation de la nouvelle opération
- C. - Les enjeux d'une vente définitive

### 4. - LE RÉINVESTISSEMENT À L'ISSUE DE LA CESSIION

– À l'issue d'une période plus ou moins longue, l'investisseur financier a vocation à céder sa participation pour réaliser une plus-value, ce qui est l'essence de son activité. Un certain nombre de divergences d'intérêts peuvent se cristalliser lors de ce processus de cession.

– C'est le patrimoine du chef d'entreprise qui est affectée par l'opération de sortie de l'investisseur. Celle-ci supposera-t-elle la cession globale de l'entreprise ou pourra-t-elle être maintenue dans le patrimoine du dirigeant ? En fonction des circonstances et des objectifs du chef d'entreprise, il sera pertinent, dès l'origine de l'opération, de contractualiser, d'une part, les modalités de mise en œuvre de ce processus de vente, et, d'autre part, les droits respectifs des parties à l'issue de ce processus. La cession procurera une plus ou moins-value pour le chef d'entreprise qui pourra, le cas échéant, envisager un réinvestissement.

## 1. Modalités, alternatives et contexte de la sortie

### A. - Horizon de liquidité

1 - **Durées relativement courtes.** – L'horizon de liquidité est un élément déterminant pour l'investisseur financier qui a reçu des fonds de tiers soumis à des engagements qu'il doit honorer et qui expliquent la nécessité de vendre régulièrement des actifs pour restituer ces capitaux (et en lever de nouveaux). La très grande

majorité des investisseurs financiers ont un horizon d'investissement très homogène, de 4 à 5 ans. Cette durée est principalement liée à celle des fonds d'investissement qui sont classiquement levés sur une période de 10 ans avec 3 à 5 ans de phase d'investissement suivie d'une phase de désinvestissement. À titre d'exemple, le rapport annuel de France Invest sur la création de

valeur pour 2020<sup>1</sup> précisait que la durée moyenne d'investissement au titre de l'année 2020 a légèrement augmenté à 5 ans et 6 mois en raison de l'impact de la crise sanitaire sur le marché mondial du *private equity*, ce qui a engendré un retard des plans de cessions.

L'industrie du capital-investissement est régulièrement critiquée pour ces durées relativement courtes qui ne permettent pas de se projeter sur du moyen ou long terme. Il est évident que les processus récurrents d'évolution capitalistique par cycle de 4 à 5 ans perturbent beaucoup les entreprises concernées, notamment (1) parce qu'ils peuvent limiter les projets d'investissement de l'entreprise à des projets dont le retour sur investissement sera effectif dans la période concernée, limitant ainsi les projets structurant de long terme, et (2) parce qu'ils monopolisent les équipes dirigeantes pendant 9 à 12 mois tous 3 à 4 ans.

**2 - Avantages des courtes durées pour le chef d'entreprise.** – Ces évolutions capitalistiques fréquentes permettent aussi au chef d'entreprise de trouver le partenaire financier idoine pour chacune des phases de développement de son entreprise avec beaucoup d'efficacité et de fluidité, surtout si ce dernier est suffisamment aguerri et/ou bien accompagné.

En outre, ces évolutions fréquentes permettent également d'adapter la répartition du capital entre investisseur financier d'une part, et management d'autre part, offrant ainsi au dirigeant d'entreprise la faculté de faire évoluer la participation capitalistique des membres de son équipe par nature en évolution. Ces opérations récurrentes offrent également au chef d'entreprise et à son équipe la faculté d'arbitrer patrimoniallement entre liquidité sur une partie de leur détention capitalistique et réinvestissement dans une nouvelle opération financière.

Enfin, cela permet également de cristalliser régulièrement les gains réalisés via les mécanismes d'intéressement au sein des équipes dirigeantes et d'en ajuster la répartition au sein de cette même équipe pour s'adapter aux évolutions souvent rapides de ces projets de croissance. En effet, ces mécanismes d'intéressement, qui sont devenus en France de puissants outils d'attractivité pour recruter des talents, nécessitent des ajustements réguliers afin que leur répartition puisse refléter ce que chaque membre de l'équipe apporte dans la création de valeur. Ainsi, par exemple, de jeunes talents qui rejoignent une équipe établie lui permettant d'accélérer son développement n'auront *a priori* pas les moyens financiers de souscrire à une quote-part significative du capital contrairement à des cadres historiques : il faudra donc pouvoir ajuster l'allocation des différents instruments de *management package*<sup>2</sup>.

**3 - Nécessité d'anticiper ces étapes.** – Face à ces enjeux, il est important de bien anticiper cette réalité et ces risques. Selon les contraintes et les souhaits du dirigeant d'entreprise pour mener à bien ses projets de développement, il peut être envisagé, par exemple, de négocier une clause d'inaliénabilité sur une période raisonnable afin de s'assurer de la stabilité du capital pendant un temps minimum (par exemple 2, 3 voire 4 ans). Cela étant, il ne s'agit pas d'une discussion naturelle pour un investisseur qui a reçu des fonds de tiers à gérer et dont la responsabilité est d'assurer la meilleure liquidité possible à ses propres investisseurs.

Certains investisseurs peuvent toutefois avoir un horizon plus long, n'étant pas soumis aux durées susvisées d'un fonds parce qu'il s'agit d'un investisseur coté en Bourse, d'une holding d'investissement ou encore d'un *family office*. En pratique toutefois, dès lors qu'ils auront réalisé une plus-value satisfaisante, il est probable qu'ils souhaitent réaliser leur gain et que la durée

d'investissement ne soit pas, *in fine*, plus longue. En synthèse, ce type d'investisseur présente l'avantage d'avoir plus de souplesse mais conserve, *in fine*, une approche financière relativement similaire.

En revanche, il peut également arriver un phénomène inverse du fait d'un investisseur financier qui « recycle » sa participation d'un premier fonds qu'il gère à un second fonds également géré par la même société de gestion. Ce phénomène récent a tendance à se développer sur des actifs bénéficiant d'une très bonne croissance doublée d'une forte visibilité. La concurrence entre investisseurs financiers ayant significativement accru la rareté des actifs de qualité, les investisseurs financiers ont récemment multiplié ce type d'opération. Cette hypothèse nécessite d'avoir été bien anticipée à la fois dans le pacte d'actionnaires ainsi que dans la structuration du *management package*. En effet, comme nous l'évoquerons plus en détail plus tard<sup>3</sup>, la liquidité dont pourra bénéficier le chef d'entreprise et son équipe sur sa participation capitalistique est habituellement liée à un changement de contrôle. La définition du changement de contrôle dans la documentation juridique sera donc fondamentale. Une rédaction classique, qui prévoit notamment que le fonds pourra transférer sa participation à ses affiliés, en ce compris notamment tout fonds dont il aura la gestion, ne permettra pas au chef d'entreprise et à son équipe de se prévaloir de leur droit à liquidité du fait du transfert à ce nouveau fonds faute de changement de contrôle. Ce cas de figure bien réel pourra conduire un chef d'entreprise pensant réaliser une transaction sur un horizon classique de 4 à 5 ans à être recyclé dans plusieurs fonds de la même société de gestion sans aucune faculté de liquidité pendant 10, 12 voire 15 ans.... Évidemment, cette problématique de liquidité se double d'une problématique de *management package* dont les critères de performance auront été initialement envisagés sur une période classique qui pourraient s'avérer totalement inadaptés sur un investissement beaucoup plus long.

## B. - Les différents types de sortie

**4 - Aménagement contractuel essentiel.** – La sortie de l'investisseur financier peut s'avérer délicate dans la mesure où un investissement dans une société dont les titres ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé est, par nature, un investissement à faible liquidité. C'est pourquoi ce type d'investissement s'accompagne de la signature, dans un pacte d'actionnaires, de clauses destinées à assurer une liquidité à l'investisseur telles que des clauses visant à garantir une cession collective ou à organiser la cession des actions que ce soit dans le cadre d'une introduction en Bourse ou d'une cession intermédiaire.

### 1° Introduction en Bourse

**5 - Organisation de l'introduction en Bourse.** – L'introduction en Bourse peut être privilégiée. Elle présente l'avantage pour le dirigeant d'entreprise de potentiellement pouvoir contrôler son groupe même si sa participation au capital est inférieure à 50 % étant donné l'atomisation du capital provoquée par le flottant / la part détenue par le public et le fait qu'une partie importante de ce flottant est bien souvent peu active en assemblée générale.

La rédaction des dispositions du pacte relatives à une telle sortie devra faire l'objet d'une attention particulière relative, notamment, à la liquidité. En effet, deux approches s'opposent, la première et la plus courante en Europe continentale considérant qu'une introduction en Bourse constitue une sortie déclenchant à la fois (1) une liquidité pour le management *via* la détention directe d'actions cotées (2) un droit à liquidité ainsi (3) qu'un calcul définitif et un débouclage du mécanisme de *management*

1. [www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2021/03/France-Invest-E%CC%81tudes-2020\\_Cre%CC%81ation-de-valeur\\_Mille%CC%81sime-2019\\_VDEF\\_Presse.pdf](http://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2021/03/France-Invest-E%CC%81tudes-2020_Cre%CC%81ation-de-valeur_Mille%CC%81sime-2019_VDEF_Presse.pdf).

2. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 3, n° 33 s.

3. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 4, n° 9.

*package*. Certains investisseurs financiers considèrent au contraire l'introduction en Bourse comme un événement neutre. Ces derniers ne se focalisent que sur la performance économique effectivement réalisée en numéraire une fois leurs actions vendues (et non pas simplement cotées) et reportent le calcul de leur performance économique ainsi que le débouclage du mécanisme de *management package* à la cession définitive de leur participation dans la société cotée. Cette dernière approche peut avoir des conséquences très significatives sur la durée de l'investissement.

Les investisseurs financiers sont réfractaires à contractualiser dans un pacte d'actionnaires des dispositions contraignantes en vue de forcer la mise en œuvre d'un processus d'introduction en Bourse. Dans l'hypothèse où le projet du dirigeant d'entreprise est effectivement de rechercher des modalités de financement de son entreprise en bourse, il est toutefois possible de prévoir une fenêtre pendant laquelle l'axe prioritaire de sortie sera la mise en œuvre d'un processus d'introduction en Bourse. À l'issue de cette période en revanche, la mise en œuvre d'un processus de cession classique pourra être imposée par l'actionnaire financier.

**6 - Avantages pour l'investisseur.** – Pour l'investisseur financier, l'introduction en Bourse ne constitue qu'une sortie partielle dans la mesure où elle ne lui permettra de céder qu'une partie de sa participation et il sera ensuite soumis à un engagement de conservation de plusieurs mois. Ce n'est qu'à l'issue de ce délai qu'il pourra envisager de céder le solde de ses titres sur le marché, sous réserve qu'il y ait suffisamment d'acquéreur pour absorber le volume que l'investisseur financier souhaitera céder sans faire chuter le cours de la Bourse.

C'est une solution intéressante mais complexe et aléatoire qui ne solde pas définitivement l'investissement du partenaire financier dont on sait qu'il est soumis à un certain nombre de contraintes temporelles. Si vous ajoutez à cela un marché français particulièrement peu actif en matière d'introduction en Bourse comparé à d'autres marchés, les investisseurs financiers actifs en France sont en très grande majorité peu enclins à choisir cette voie de sortie. Seuls 2 % des sorties intervenues entre 2018 et 2019 se seraient soldées, en France, par une introduction en Bourse<sup>4</sup>.

## 2° Processus de cession intermédiaire

**7 - Vente partielle.** – Dans le cadre d'un processus de cession classique initié par l'investisseur financier qui recherche une liquidité pour sa participation, il pourrait être envisagé que seule la participation de l'investisseur financier soit mise en vente.

Dans l'hypothèse d'un investisseur financier majoritaire, cela semble tout à fait inenvisageable, car l'incapacité d'un investisseur financier à forcer la cession de la totalité du capital de la société qu'il contrôle en sortie affecte définitivement et significativement la valeur potentielle en sortie et conduit donc à une décote de valorisation lors de l'investissement. En outre, il ne serait pas envisageable pour le dirigeant d'entreprise que son actionnaire de contrôle puisse céder cette participation de contrôle sans que lui-même et les autres actionnaires minoritaires puissent bénéficier d'une liquidité. Par conséquent, cette hypothèse est hautement improbable.

En revanche, pour des prises de participation minoritaires, il est envisageable que la liquidité de l'investisseur financier ne conduise pas à la mise en vente de la totalité du capital lors du processus de sortie mais que seule la participation minoritaire soit proposée à la vente. Toutefois, la décote de minorité qui en

découle lors de la sortie sera évidemment prise en compte lors de l'investissement par l'investisseur financier, ce qui, dans un certain nombre de cas où l'ouverture du capital était totalement ou partiellement liée à une stratégie patrimoniale du dirigeant d'entreprise ou de ses actionnaires historiques, sera contradictoire avec les objectifs de valorisation.

**8 - Vente totale avec droit de cession conjointe.** – Vu les inconvénients de la cession partielle, la sortie de beaucoup d'opérations se fait par la mise en vente de la totalité du capital et le pacte d'actionnaires prévoit systématiquement des clauses relatives aux droits et obligations de cession conjointe.

Le droit de cession conjointe a pour objectif de garantir aux actionnaires qui en bénéficie de pouvoir céder tout ou partie de leurs actions concomitamment aux actionnaires qui céderaient leur participation. Conceptuellement, ce droit peut comporter de multiples modalités ou complexités liées à son fait générateur (vente partielle minimale, vente totale, vente déclenchant un changement de contrôle...) ou à sa portée en termes de liquidité proportionnelle ou totale...

En pratique, il est important de prévoir pour son bénéficiaire qu'il pourra céder la totalité de ses titres dès lors que la transaction concernée conduirait à un changement de contrôle. C'est un enjeu majeur pour le chef d'entreprise et son équipe, car ce droit de pouvoir céder la totalité de sa participation représente un levier essentiel pour le chef d'entreprise dans le cadre de la négociation des nouveaux équilibres qu'il devra discuter avec ses futurs nouveaux partenaires financiers. En effet, c'est cette liberté de céder la totalité de ses titres et de ne pas réinvestir qui rééquilibre le rapport de force dans cette négociation. Les candidats acquéreurs financiers ne seront en mesure d'investir que si le chef d'entreprise et son équipe réinvestissent des montants suffisamment significatifs pour rassurer le futur investisseur financier, ce que le chef d'entreprise et son équipe seront prêts à faire si les conditions financières et juridiques de ce réinvestissement sont satisfaisantes.

Comme évoqué précédemment, une attention particulière devra être portée à la notion de changement de contrôle dont la définition peut entraîner des conséquences significatives en cas de transfert d'un fonds à un autre fonds contrôlé par la même société de gestion<sup>5</sup>. Il existe toutefois d'autres écueils ; par exemple, la référence à l'article L. 233-3 du Code de commerce dont le III, s'il n'est pas exclu, peut annihiler tout droit à liquidité et aux débouclages du mécanisme d'*incentive*. En effet, il suffira à l'investisseur financier sortant de signer un pacte à travers lequel l'ancien actionnaire de contrôle devenu minoritaire agira de concert avec le nouvel investisseur financier, ce qui ne permettra pas au chef d'entreprise de se prévaloir de la clause de changement de contrôle et décalera la sortie d'autant.

Certains investisseurs, certes minoritaires, n'acceptent pas d'accorder un droit de cession conjointe total en cas de changement de contrôle. Leur logique étant intimement liée au mécanisme d'*incentive*, ces derniers considèrent qu'ils ne peuvent pas accorder une liquidité qui les dilue sur une valorisation qui ne se traduit pas par un encaissement en numéraire pour eux. Ce principe les conduira à prévoir un droit de cession conjointe proportionnel dont le pendant sera une obligation de cession conjointe également proportionnelle et qui permettra d'assurer une liquidité proportionnelle de manière systématique.

Enfin, en complément, il est possible de négocier un droit de cession conjointe proportionnel. Dans l'hypothèse où l'investisseur financier céderait une partie de sa participation sans toutefois déclencher un changement de contrôle, le chef d'entreprise et son équipe auraient la faculté de céder la même proportion de

4. Étude « *Activité des acteurs français du capital-investissement* » : France Invest, 30<sup>e</sup> éd., 28 mars 2019.

5. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 4, n° 4.

leurs titres, étant toutefois précisé que ce droit proportionnel ne portera *a priori* que sur la partie d'investissement dit *pari passu*, l'investisseur financier n'ayant pas vocation à permettre au management de bénéficiaire d'une partie du mécanisme d'*incitative* en cas d'opération partielle. Le chef d'entreprise n'aura pas non plus intérêt à liquider une partie de ses titres composant le *management package* sur une valeur intermédiaire qui n'intègre ni une prime de contrôle, ni le potentiel d'accroissement de valeur maximum attendu par l'investisseur financier.

9 - **Vente totale avec obligation de cession conjointe.** – L'obligation de cession conjointe a pour objectif de garantir aux actionnaires qui en bénéficient de pouvoir forcer l'ensemble des autres actionnaires à céder tout ou partie de leurs actions concomitamment à la transaction concernée. Le fait générateur et la portée de cette obligation sont sensibles, notamment pour éviter tout risque de fraude du bénéficiaire de cette obligation et d'assurer un bon alignement d'intérêt. Par conséquent, le chef d'entreprise devra limiter le cas de l'obligation de cession totale de ses titres à l'hypothèse où l'actionnaire de référence céderait lui-même la totalité de sa participation. Alternativement, si le fait générateur de l'obligation était lié à un simple changement de contrôle, l'obligation de cession ne pourrait être que proportionnelle et non totale pour éviter un désalignement d'intérêt pouvant conduire à un séquençage de la sortie de l'investisseur qui ne permette pas au dirigeant d'entreprise de bénéficier de la quote-part de création de valeur qui aurait dû lui revenir.

10 - **Dispositions du pacte relatives aux modalités de mise en œuvre du processus de sortie.** – Dès lors, et mis à part des cas très spécifiques, une clause prévoyant les modalités de sortie dans le cadre d'un processus organisé et intermédié déterminera les modalités de lancement de ce processus, de désignation du banquier d'affaires et des différents conseils mandatés dans le cadre de ce processus de vente ainsi que des éventuelles spécificités à négocier. Il peut par exemple être envisagé de restreindre un tel processus à un certain type d'investisseur tel que des investisseurs financiers et exclure tout concurrent ou acquéreur industriel. Il peut être envisagé d'exclure plus spécifiquement certains concurrents.

L'investisseur financier introduira, pour sa part, des clauses d'engagement de coopération de l'équipe dirigeante pour la préparation d'un business plan ainsi qu'une coopération active dans le processus de vente avec ses différents intervenants. Certaines dispositions vont plus loin en prévoyant expressément un devoir de loyauté vis-à-vis des autres actionnaires, de traitement égalitaire des candidats acquéreurs... À l'inverse, le chef d'entreprise pourra également demander que, dans l'hypothèse de candidats acquéreurs concurrents, les éléments commerciaux ou techniques sensibles ne soient pas dévoilés à ces candidats avant une phase ultime.

Enfin, certains investisseurs financiers ont pu exiger que les équipes dirigeantes s'engagent à réinvestir une partie significative de leur participation lors de la sortie dans toute nouvelle opération financière. La validité de ce type de clause est hautement douteuse, puisque l'engagement est pris sans en connaître les termes économiques et juridiques.

## 2. Le maintien de l'entreprise dans le patrimoine de son dirigeant

11 - **Importance du pacte d'actionnaires.** – En cas de mise en vente d'une partie du capital de la société, le risque pour le dirigeant est que le nouvel actionnaire, s'il est majoritaire, ne partage pas ses mêmes projets stratégiques et qu'il quitte ses fonctions volontairement ou de façon forcée. Le pacte d'actionnaires sera donc un élément clé pour encadrer le processus (comme nous

l'avons vu précédemment), mais également pour permettre au dirigeant, le cas échéant, de racheter le capital avec la possibilité de choisir son partenaire.

12 - **La sortie consensuelle sur un prix agréé.** – Ainsi, le pacte pourra donner au dirigeant le droit de présenter un acquéreur qui se serait manifesté et avec lequel il souhaiterait réaliser une nouvelle phase de développement. L'enjeu de la valorisation du groupe en sortie est complexe en dehors de tout processus de cession. Il n'est pas évident pour l'acquéreur présenté par le dirigeant comme pour le vendeur de converger sur un niveau de valorisation sans aucune autre offre concurrentielle. Pour éviter cet écueil, le pacte peut prévoir une discussion de bonne foi entre l'actionnaire financier et le dirigeant pour déterminer un niveau de valorisation satisfaisant, afin que le dirigeant puisse présenter une offre en ligne avec la valorisation convenue pendant une période limitée et auprès d'un nombre de candidats qui soient limités et pré-approuvés par l'actionnaire financier.

L'avantage de ce type d'approche pour le dirigeant est d'avoir une bonne maîtrise du processus et du choix du partenaire suivant. En effet, un processus intermédié et très ouvert est très aléatoire pour la valorisation qui en résulte et le candidat qui en ressort. Il faut ajouter à ces aléas le fait qu'un processus de cession large est particulièrement long, chronophage et perturbant pour l'entreprise et ses équipes, ce qui s'en ressent souvent sur la dynamique du groupe.

13 - **Le droit de préemption.** – Une modalité protectrice évidente pour le dirigeant dans le contexte d'un processus de sortie serait de bénéficier d'un droit de préemption à l'issue du processus de vente permettant d'acquérir la part de l'investisseur aux mêmes conditions que le mieux disant dans le cadre de l'enchère. Dans la pratique, cette approche défensive est largement rejetée par les investisseurs financiers dans la mesure où elle est un frein certain à la mise en concurrence. En effet, peu de candidats choisiront de participer à un tel processus du fait des frais de *due diligence* significatifs à engager pour une plus faible probabilité de réalisation, contrairement à d'autres processus de vente concomitants. Ce risque de plus faible intensité concurrentielle en sortie affectera donc significativement la valeur que sera prêt à offrir un investisseur financier au début de l'opération.

Une pratique tend toutefois à concilier les deux précédents points. Elle consiste à accorder un droit de première offre au bénéfice du dirigeant, qui dispose, dès lors que l'investisseur financier souhaite débiter un processus de cession, d'un délai pour présenter une offre seule ou avec un nouveau partenaire. L'investisseur financier n'est pas tenu d'accepter cette offre. En revanche, dès lors qu'elle serait effectivement refusée, le dirigeant dispose d'un droit de préemption dans le cadre du processus qui suit sous réserve que la meilleure offre résultant de ce processus ne soit pas supérieure à l'offre présentée dans le cadre du droit de première offre.

Quelles que soient les modalités du droit de préemption, cela reste un droit compliqué à mettre en œuvre pour le dirigeant d'entreprise pour deux raisons. La première est liée au délai pour exercer ce droit et valablement le notifier en apportant les éléments nécessaires pour en assurer la bonne exécution. En effet, la préemption intervient *a priori* dans le cadre d'une offre ferme et totalement financée, ce qui nécessite que le bénéficiaire du droit de préemption, en l'occurrence le dirigeant d'entreprise, soit en mesure de communiquer concomitamment à l'exercice de son droit de préemption, la certitude de ses fonds disponibles, que ce soit en fonds propres ou en dette.

14 - **Sponsorless.** – Dans le cadre d'un processus de cession intermédié, il existe un certain nombre d'investisseurs financiers à même de proposer des structurations financières relativement élaborées en vue de permettre au management de prendre le

contrôle juridique de leur groupe alors même qu'il ne dispose pas de la capacité de financer personnellement la majorité des fonds propres requis. Ce type de structuration, très avantageuse pour le chef d'entreprise et son équipe qui peut ainsi à la fois reprendre ou prendre le contrôle de son groupe et bénéficier de la majeure partie de la création de valeur potentielle à venir, n'est pas de nature à favoriser la concurrence avec les candidats industriels ou des investisseurs financiers classiques. Par conséquent, disposer d'une clause prévoyant que le chef d'entreprise pourra inviter des investisseurs financiers dans le processus de sortie, notamment des acteurs dit « *sponsorless* », peut s'avérer pertinent dans la mesure où l'actionnaire financier cédant sera *a priori* réfractaire à la participation d'un tel candidat qui aura évidemment les faveurs du management et qui pourrait donc notamment réduire la pression compétitive.

**15 - Rachat des actions par la société.** – Une dernière modalité de sortie de l'investisseur est envisageable en utilisant la capacité d'endettement du groupe, qui permettra de racheter tout ou partie des titres détenus par l'investisseur financier et, ainsi, lui permettre d'avoir une liquidité totale ou partielle. Le chef d'entreprise et son équipe ne bénéficieront pas de cette liquidité. Ils seront donc mécaniquement relués et pourront ainsi conserver ou prendre le contrôle du groupe sans déclencher un processus de cession intermédié. Ce mécanisme est parfaitement adapté au refinancement des titres de quasi-capital souscrits par l'investisseur financier, notamment dans le cadre de structure *sweet equity*.

En revanche, le rachat des titres de capital en « dur » (de type actions ordinaires) n'est pas évident, faute de valeur de référence pour la valorisation de marché de ces titres résultant d'un processus de cession concurrentiel. L'alternative consistant à fixer une formule de valorisation prédéterminée ou une expertise dans le cadre d'une clause permettant le rachat desdites actions ordinaires semble difficilement compatible avec la double obligation pour l'investisseur financier de rechercher la meilleure valorisation de marché en sortie et d'obtenir un rendement minimum significatif. Par ailleurs, les opérations actuelles étant réalisées sur la base de multiples de valorisation très élevés, le rachat des titres de l'investisseur financier sur la base d'une formule de valorisation à *iso* multiple d'entrée ne sera probablement pas favorable au chef d'entreprise et son équipe. Le rachat pourra être suivi d'une réduction de capital.

### 3. La cession de l'entreprise : plus ou moins-value pour le dirigeant ? \_\_\_\_\_

**16 - Points à négocier par le chef d'entreprise.** – L'immense majorité des cas de sortie se déroulera dans le cadre d'un processus de cession intermédié<sup>6</sup>. Ce processus d'enchère comporte habituellement deux phases : une première phase conduisant à des offres indicatives permettant de sélectionner un nombre de candidats limité (3 à 4 candidats), puis une seconde phase au cours de laquelle des informations complémentaires suffisamment précises sont communiquées ainsi que des éléments nécessaires pour réaliser un audit afin de permettre à ces candidats d'être en mesure de remettre des offres fermes. Le chef d'entreprise, qui sera particulièrement sollicité pendant ce processus, devra également activement négocier, d'une part, les conditions de la cession conjointement avec son actionnaire financier cédant et, d'autre part, les modalités financières et juridiques de son nouvel investissement avec les candidats financiers acquéreurs.

#### Exemple réel et anonymisé d'une cession en deux temps.

Le couple, âgé de 42 ans, a cédé son entreprise installée à Dijon dans le secteur de l'assurance (créée 15 ans auparavant) à un fonds américain associé à un concurrent, désireux d'entrer au capital en deux temps. D'abord en prenant 75 % du capital, tandis que le couple fondateur conserve 25 % avec une clause d'engagement de 2 ans pour permettre une intégration de la nouvelle équipe du concurrent majoritaire dans l'organisation et auprès des clients particulièrement liés à l'*intuitu personae* du couple. Monsieur et Madame prestent des services de conseil au travers de leur holding à la société opérationnelle. Au terme du délai de 2 ans, un premier complément de prix peut être versé en fonction des résultats de la société cédée (clause *d'earn out*) et sous condition de présence dans l'entreprise des deux cédants. Il est alors convenu que le concurrent rachètera l'ensemble des actions en ne gardant que les prestations de Madame pendant 18 mois au travers de sa holding. Un second complément de prix pourra alors être versé à Madame au terme de son délai de 18 mois.

La volonté du capital-investisseur est de céder la cible 2 ans après son acquisition, ou au plus tard 2 + 1 an. Au cours de ces deux périodes, les cédants sont rémunérés au travers de leur société holding prestant du conseil à l'entreprise opérationnelle. L'intéressement du couple au résultat a été déterminant pour garantir l'implication de ces derniers de manière alignée et durable à la suite du premier *exit*.

Au terme du premier délai et à la sortie concomitante du fonds, Madame décide de cesser sa prestation, faute de représenter un contre-pouvoir face au concurrent et à défaut pour ce dernier d'avoir su conserver une rémunération stimulante pour elle. Concernant les conditions financières de leur sortie, le couple profite de la rémunération conditionnelle aux résultats en application de la clause d'ajustement de prix (clause *d'earn out*) bien au-delà de leurs anticipations et fait alors le choix d'un nouveau projet entrepreneurial, compensant le manque à gagner faute de poursuivre 18 mois supplémentaires pour Madame. Le concurrent parachève son acquisition en modifiant complètement le management de l'entreprise.

#### A. - Les conditions de la cession

**17 - Négociation sur la répartition des éventuels passifs.** – Les modalités de la cession qui seront cristallisées dans le contrat de cession seront principalement négociées par l'actionnaire financier majoritaire sortant avec lequel le chef d'entreprise et son équipe auront un alignement d'intérêts quasiment complet. Les seuls éléments classiques de discussion sont liés à la répartition des passifs potentiels dans l'hypothèse où des déclarations et garanties seraient accordées. Il est habituel de prévoir dans le pacte d'actionnaires d'origine que cette répartition soit réalisée au prorata soit de la valeur respective des titres détenus par chaque actionnaire résultant de la transaction, soit des montants effectivement encaissés en numéraire par chaque partie cédante, c'est-à-dire en déduisant de l'assiette de répartition la valeur des titres réinvestis dans l'opération suivante. Si ce sujet n'a pas été effectivement négocié dans le pacte d'origine, il est important d'en discuter au moment du lancement du processus plutôt qu'au tout dernier moment lors de la finalisation du contrat de cession.

Deux exceptions notables existent par rapport aux éléments que nous venons d'évoquer : d'une part, le fait que la pratique sur le marché anglais est une prise en charge exclusive du passif potentiel par le chef d'entreprise et son équipe, ce qui peut générer des discussions difficiles avec des acteurs qui auraient ce type d'approche et, d'autre part, la pratique qui tend à se développer de prévoir une garantie de passif qui soit assurée. En effet, une telle police d'assurance nécessite que le chef d'entreprise et ses

6. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 4, n° 8 s.

équipes accordent un certain nombre de déclarations et garanties qui sont certes limitées aux éléments connus par le chef d'entreprise et ses équipes et le plus souvent soumises à un plafond global indemnitaire très limité, voire symbolique, étant toutefois précisé que ce plafond ne sera pas applicable en cas de fraude.

## B. - La négociation de la nouvelle opération

**18 - Engagements de réinvestissement du chef d'entreprise.** – Lors de la deuxième phase d'enchère, le chef d'entreprise sera souvent sollicité par les candidats acquéreurs investisseurs financiers afin de s'engager sur le montant ou la proportion de la valeur de des titres que ce dernier et son équipe seraient prêts à réinvestir dans l'opération financière suivante. Cet élément est fondamental pour tout candidat investisseur financier pour s'assurer de l'engagement de l'équipe de management et de sa capacité à prendre un risque *equity* significatif qui permet, de fait, de crédibiliser le business plan présenté.

Pour le chef d'entreprise et son équipe, cet arbitrage sur leur montant de réinvestissement est très important patrimoniallement afin de leur permettre de sécuriser une partie significative de la création de valeur réalisée, étant précisé que cette liquidité partielle permettra bien souvent, à l'issue d'une première opération, de rembourser les emprunts ayant financé l'investissement d'origine. À l'inverse, le chef d'entreprise, dont l'ambition est de prendre le contrôle de son entreprise à terme, sera amené à réinvestir massivement avec son équipe afin de pouvoir collectivement augmenter significativement leur quote-part de détention capitalistique.

En pratique, les investisseurs financiers attendent une proportion de réinvestissement de l'ordre de 50 %. En effet, il s'agit d'un point d'équilibre auquel le chef d'entreprise ne se positionne pas plus en cédant qu'en acquéreur. Un plus faible réinvestissement signifierait une position de vendeur peu convaincante pour les potentiels acquéreurs financiers et un réinvestissement massif devrait inciter l'actionnaire cédant à s'interroger sur le potentiel réel du groupe. En revanche, l'assiette sur laquelle porte ce 50 % est plus discutable : s'agit-il de la valeur brute des titres détenus, la valeur de ces titres nette d'impôts latents ou une position intermédiaire où le montant réinvesti devrait être égal au montant encaissé net d'impôts... ?

**19 - Contractualisation des contreparties de l'engagement.** – Cette deuxième phase d'enchère sera l'opportunité pour le chef d'entreprise et son équipe d'engager des négociations dans cette deuxième phase pour obtenir, en contrepartie de leurs engagements de réinvestissement, des conditions juridiques et financières satisfaisantes. En outre, cette phase compétitive entre différents candidats financiers permettra au chef d'entreprise de profiter de cette situation pour obtenir les meilleures conditions des différents candidats en concurrence.

Il est important de noter que dans cette phase relativement courte, il faudra mener une négociation avec chacun des candidats et formaliser un accord avec chacun d'eux, ce qui suppose deux, trois, voire quatre négociations en parallèle à réaliser en quatre à six semaines. Cela suppose une excellente préparation et des ressources. Il est évident que passé cette période, dès lors qu'une exclusivité serait accordée à tel ou tel candidat investisseur financier, le levier de négociation du chef d'entreprise et de son équipe sera significativement réduit.

Cette négociation se formalisera habituellement dans un *term sheet*<sup>7</sup> qui couvrira les principaux sujets suivants :

- structuration financière de l'investissement respectif du fonds et du management ;

- détermination des termes financiers du *management package* ;

- structure et règles de gouvernance ;

- protection anti-dilutive ;

- principes de liquidité en sortie ;

- mécanismes de *good* et *bad leaver*.

## C. - Les enjeux d'une vente définitive

**20 - Choix entre investisseur financier ou industriel.** – Lors de la mise en œuvre du processus de sortie, l'investisseur financier cédant ainsi que le banquier d'affaires mandaté pour mener ce processus vont naturellement rechercher à y inclure des industriels du secteur, et ce, y compris en phase deux. Cette approche est motivée par deux éléments. Le premier est qu'un acteur industriel qui dispose de synergies ou d'enjeux stratégiques pourra être à même de payer une prime significative pour prendre le contrôle de l'entreprise. Le second est qu'un investisseur financier, dans son analyse de l'opportunité d'investissement, va prendre en considération les enjeux de marché et la qualité de l'entreprise, évidemment, mais il va aussi analyser et évaluer sa capacité à céder l'entreprise dans de bonnes conditions à l'issue de la période d'investissement de 4 à 5 ans. L'intérêt porté par d'autres groupes concurrents ou du même secteur sera un signal fort pour les candidats investisseurs financiers de nature à les rassurer sur le fait que, lorsqu'ils chercheront eux-mêmes à céder l'entreprise, des candidats concurrents ou du même secteur cherchant à réaliser des croissances externes seront présents et actifs.

Pour le chef d'entreprise, la participation de candidats industriels du secteur peut être une menace à la fois pour son entreprise, ses équipes, son projet et son mandat personnel. À l'inverse, le fait de pouvoir attirer des candidats investisseurs financiers de qualité et de maintenir une forte pression compétitive est un élément important pour lui permettre d'avoir une valorisation pertinente de son entreprise et de négocier les termes de son réinvestissement dans des conditions optimales.

En pratique, les investisseurs industriels sont habituellement moins agiles et moins rapides qu'un investisseur financier dans le cadre d'un processus d'enchères concurrentiel. Il n'est d'ailleurs pas rare que certains participent à plusieurs processus de cession sur un même actif lors de la mise en vente par les investisseurs financiers successifs. Cela étant, dès lors que les enjeux stratégiques deviennent majeurs ou que les synergies deviennent très significatives, les valorisations proposées par les investisseurs financiers seront difficilement concurrentielles avec les primes que pourront payer de tels acteurs industriels. Par conséquent, la détermination des modalités du processus de cession telles que précédemment évoquées<sup>8</sup> sera essentielle pour permettre au chef d'entreprise de conserver une certaine maîtrise dans le cadre du processus de cession.

Étant donné l'augmentation significative du *private equity* dans l'économie en général, et en France en particulier, il est courant qu'un candidat *a priori* industriel soit lui-même détenu par un investisseur financier, ce qui peut conduire à un schéma hybride entre une pure cession industrielle et une opération financière autonome.

**21 - Conséquences de la cession à un investisseur industriel.** – Comme le montrent les statistiques de France Invest<sup>9</sup>, la vente à un industriel représente un quart des sorties, ce qui n'est pas négligeable. Elle suppose dans la grande majorité des cas une

7. V. exemple de trame de *term sheet* en annexe.

8. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 4, n° 5 s.

9. Slide 5 du rapport France Invest/EY : [www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2021/03/France-Invest-E-%CC%81tudes-2020\\_Cre%CC%81ation-de-valeur\\_Mille%CC%81sime-2019\\_VDEF\\_Presse.pdf](http://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2021/03/France-Invest-E-%CC%81tudes-2020_Cre%CC%81ation-de-valeur_Mille%CC%81sime-2019_VDEF_Presse.pdf).

cession totale et immédiate de la totalité des titres de capital et rend donc essentiel le travail d'anticipation de structuration fiscale et patrimoniale<sup>10</sup>.

Subsistera ensuite la question du maintien du chef d'entreprise et de son équipe proche en fonction. Deux options selon les souhaits et convergences de projet dans ce cas : négocier une gouvernance au sein du groupe industriel adaptée au souhait du chef d'entreprise et de son équipe ou négocier une période de transition.

Il n'est pas exclu que l'acquéreur industriel souhaite maintenir une participation capitalistique pour le chef d'entreprise et son équipe pour aligner les intérêts. En revanche, deux cas de figure distincts sont possibles. Le maintien d'une participation exclusivement au niveau du périmètre de l'entreprise cédée/acquise afin de créer un alignement d'intérêts sur la performance dudit périmètre sur une durée prédéfinie et avec une liquidité contractuelle certaine ou le réinvestissement au niveau de la structure de contrôle du groupe acquéreur, assurant ainsi un alignement d'intérêts collectifs entre tous les investisseurs sur le périmètre conjoint. Évidemment, chacune de ces solutions suppose une négociation complète similaire dans ses principes et thématiques aux différents sujets susvisés dans l'hypothèse d'une nouvelle opération financière.

#### 4. Le réinvestissement à l'issue de la cession

22 - **Arbitrages de réinvestissement après la sortie.** – À l'occasion de son opération capitalistique, l'entrepreneur va progressivement, ou de manière immédiate, se retrouver à la tête d'un patrimoine liquide conséquent.

Les hypothèses sont nombreuses et la négociation faite par chaque dirigeant donne lieu à un modèle unique de cession d'entreprise. Dans certains cas, le capital-investisseur exige que le cédant réinvestisse dans la société qui le rachète. Dans d'autres cas, la liberté qui lui est offerte sur le produit de sa cession est totale. On constate toutefois que, de plus en plus souvent, la place clé du dirigeant est telle qu'il convient de l'associer à la poursuite de l'activité. Cela intervient alors, d'une part, avec un intérêt financier au capital du projet nouveau et, d'autre part, avec un intérêt opérationnel dans la cible transmise.

23 - **Complément de prix ou rémunération de l'activité ?** – Après sa sortie, l'entrepreneur peut recevoir le produit de son investissement financier dans l'entreprise qu'il réinvestira aux côtés du capital-investisseur mais grâce à un complément de prix reçu à la suite de la cession initiale. La définition du complément de prix doit faire l'objet d'une attention particulière. En effet, dans certaines hypothèses, l'administration fiscale peut être amenée à assimiler le complément de prix offert au cédant à un salaire dès lors qu'il est la contre-valeur d'une activité professionnelle dans l'entreprise. Il convient donc de veiller à la bonne rédaction de la clause, ainsi qu'aux conditions de paiement si le complément est conditionné au maintien dans l'entreprise. Le niveau d'implication du cédant doit par ailleurs être précisément défini. Son investissement financier est à distinguer de son implication professionnelle et les conditions d'application de la clause de complément de prix diffèrent à nouveau selon l'implication professionnelle concrète du cédant dans la poursuite de l'activité. De manière générale, la poursuite durant environ 2 ans permet au repreneur de ménager les clients de l'activité reprise. Cédant et investisseur étant l'un et l'autre guidés par un désir commun de maintenir l'essor de l'entreprise, l'investissement

opérationnel contribuera à optimiser l'investissement financier *in fine* lorsque la sortie définitive se présentera.

24 - **Distinction entre participation directe et indirecte par une holding.** – Le réinvestissement qui peut être imposé au cédant au terme de sa cession fait le plus souvent l'objet d'une distinction selon sa structuration juridique *ab initio*, ainsi que le choix entre une cession directe par l'entrepreneur ou par une société qu'il aura préalablement créée.

L'entrepreneur qui détient sa participation dans l'entreprise en direct, à son nom, n'a pas d'obligation de réinvestissement. Il lui est possible de jouir librement du produit de la cession. On verra dans les développements qui suivent la totale liberté sur l'allocation à définir du produit ainsi reçu en échange de ses titres.

L'entrepreneur qui a, en revanche, structuré la détention de son outil professionnel en apportant ses titres à une société de type holding voit la destination de son *cash out* le plus souvent contrainte à des impératifs de réinvestissement. En effet, le législateur permet à l'actionnaire qui a apporté ses parts de la société opérationnelle à une holding avant cession de la société opérationnelle de profiter du report de l'imposition de sa plus-value d'apport sous certaines conditions, limitativement énumérées à l'article 150-0 B ter du CGI.

Dans l'hypothèse d'une vente par la holding après le délai des 3 ans suite à son apport en société, la holding est libre de réinvestir le produit de sa cession suivant l'allocation de son choix.

En revanche, si la vente par la holding intervient dans les 3 ans suite à l'apport en société, le cédant doit réinvestir *a minima* 60 % du produit de cession. Le champ des réinvestissements éligibles est limitatif bien qu'étendu récemment par l'intervention du législateur. L'objectif est de favoriser le emploi de ces capitaux issus de l'entrepreneuriat vers l'économie réelle, source d'emploi, de production et non d'épargne passive (immobilier de rendement ou actifs financiers). L'État veille à ce que l'entrepreneur démontre ses emplois faute de supprimer le bénéfice du report de l'imposition : l'impôt sur la plus-value d'apport devient alors exigible entre les mains du cédant pour son montant total.

Une question est cependant source d'avis contraires de la part des praticiens et souffre d'absence de jurisprudence à ce stade. Dans l'hypothèse où le capital investisseur demande au cédant de réinvestir à ses côtés dans le projet entrepreneurial nouveau, cela est-il considéré comme un emploi éligible au titre de l'augmentation de capital associée ? On sait qu'au titre de l'exonération pour le départ à la retraite du dirigeant, cela n'est pas admis, la loi excluant cette possibilité comme pour la plupart des régimes d'exonération en matière de plus-value. S'agissant de la lecture stricte de l'article 150-0 B ter du CGI, les avis diffèrent. Certains considèrent l'opération comme un réinvestissement possible si les autres conditions sont par ailleurs remplies, alors que d'autres craignent la requalification de l'opération en abus de droit. En effet, le dirigeant cédant participe au projet objet du réinvestissement, avec un risque capitalistique moindre et la possible perception d'un complément de prix *in fine*, au dénouement de l'opération pour la holding.

25 - **Comment l'entrepreneur ayant cédé sa participation appréhende-t-il le capital tiré de l'opération ?** – Dans le passé, l'entrepreneur évaluait la valeur de son outil professionnel de manière théorique, le plus souvent par comparaison avec ses concurrents et les opérations similaires en termes de chiffres d'affaires. À l'occasion de l'entrée du capital investisseur, une évaluation plus concrète de la valeur marchande de son entreprise a été faite. Un banquier d'affaires vise à rassembler les différents investisseurs potentiels pour obtenir leurs propositions financières et extra-financières de poursuite de l'activité. Celles-ci donnent alors au vendeur une lecture claire de la valeur objective du projet. Au terme de la cession effective, l'entreprise

10. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 4, n° 21.

n'est plus le support de l'effort de l'entrepreneur, et éventuellement du conjoint ou des enfants impliqués dans le projet. Une réallocation de son patrimoine, de son temps, mais aussi de ses revenus, doit être conjuguée pour rendre l'atterrissage le moins violent possible. L'accompagnement par un *Family Office*, un notaire ou un avocat permet de mettre en exergue ces multiples sujets à appréhender.

Selon l'âge du cédant, ses projets à venir sont variés : reprendre une activité professionnelle, créer *ex nihilo* une nouvelle entreprise, accompagner des entrepreneurs « *venture capital* » ou « *capital développement* », voire en adjudication financière ou « *distressed debt* », déployer progressivement une foncière, facturer des prestations de conseils à des fonds, réaliser un projet philanthropique ou encore réaliser un projet qui lui tient à cœur sans visée rémunératrice. La présence dans l'entreprise, l'activité professionnelle, un conjoint, des enfants à charge ou encore la volonté de quitter la France pour l'étranger sont autant de critères enrichissant la matrice des arbitrages à mettre en musique.

Ces questions sont à prendre en compte en amont de la proposition d'allocation patrimoniale destinée à diversifier le produit de la vente. En effet, les horizons de placements seront différents, les structurations ouvertes à la famille selon leur pays d'installation également, etc. Il est nécessaire de prendre le temps de poser les questions, d'écouter les perspectives avancées, de revenir sur leur définition et toujours de permettre la réalisation de solutions flexibles pour tenir compte à long terme de l'évolution : des projets de vie, des projets entrepreneuriaux et plus largement des projets de la famille en parallèle avec l'évolution réglementaire et fiscale. Les questions d'*exit tax*, ou de réinvestissement répondant aux conditions de l'article 150-0 B ter précité, ne devront pas manquer ensuite de venir cantonner le champ des possibles pour l'entrepreneur cédant et sa famille.

**Exemple :** un jeune entrepreneur ayant développé et cédé une participation dans sa société devenue licorne s'interrogera le plus souvent, d'abord, sur la constitution d'un patrimoine immobilier de jouissance avant de placer sur les marchés financiers ses capitaux tout juste obtenus, craignant la dévaluation de son capital. À l'inverse, un entrepreneur plus âgé, ayant dans le passé pu se verser des dividendes importants et une rémunération associée ouvrant l'accès à une acquisition immobilière adaptée à son schéma de vie, aura plus généralement la volonté de faire un achat passion, investir une partie de son produit sur des actifs cotés et diversifier son patrimoine auprès de projets entrepreneuriaux plus ou moins matures et la constitution d'un patrimoine immobilier de rendement sécurisant son train de vie désormais à sa charge sans le revenu stable que lui fournissait son entreprise. Le développement de projets philanthropiques réalisés par des entrepreneurs est également important depuis une dizaine d'années.

Un entrepreneur quittant la France disposera d'enveloppes différentes de celles qu'il connaît en France. Le PEA (Plan d'épargne en actions) et l'assurance-vie sont des outils particulièrement usités en France, mais dont l'intérêt fiscal n'est pas évident hors de nos frontières. À l'inverse, la politique du plafonnement associée avec les crédits Lombard<sup>11</sup> peuvent rendre opportune une structuration des actifs du cédant pour appréhender sa fiscalité en fonction des revenus effectivement nécessaires à son train de vie courant.

**26 - Critères de choix de l'investissement.** – La définition du profil de risque du cédant doit permettre d'appréhender le champ des possibles parmi les opportunités d'investissements à lui proposer. Pour ce faire, il est important d'identifier son train de vie approximatif, son appétence au risque, sa capacité à supporter une baisse sur le capital. On distingue l'allocation dite « cœur » sur le cœur du portefeuille et ayant vocation à produire le niveau minimum de rendement attendu, de l'allocation dite « satellite » constituée des paris tactiques que le cédant est prêt à prendre pour générer une plus-value rapide et opportuniste sur son patrimoine. Ces paris se traduiront par des investissements non cotés, des achats-reventes comme un marchand de biens, des coups d'opportunités sur les marchés cotés ou encore une opération de dette privée à brève échéance, par exemple.

Son pays de résidence a également un impact sur la manière d'organiser le capital de l'entrepreneur et la captation des fonds (comptes courants, effet de levier, enveloppes assurantielles, etc.). En fonction de la personne détentrice du capital, des supports d'investissements peuvent également être opportuns (amortissement d'actifs tangibles au bilan d'une société holding, abattement sur la durée de détention d'un immeuble, structuration de la dette, etc.).

La détention d'un patrimoine de rendement au travers d'une société peut également faire l'objet de propositions d'investissements opportunes. En effet, par l'effet des amortissements, des projets mettant en cause des sujets de crédit-bail, l'acquisition d'actifs tangibles amortissables au bilan, la structuration de l'effet de levier ou encore des projets immobiliers structurés en famille sont autant d'exemples différenciants et intéressants les familles fortunées aujourd'hui.

Au-delà d'un capital à faire fructifier, les familles souhaitent de plus en plus intéresser les générations suivantes au travers de projets communs, d'investissements à impact positif sur la société et l'environnement. Nombreux sont les entrepreneurs démontrant aujourd'hui, à l'image des familles américaines reconnues, leur volonté de transmettre des valeurs, au-delà d'un capital, à la génération suivante. ■

**Mots-Clés :** Capital investissement - Chef d'entreprise - Sortie de l'investisseur

11. C'est un crédit adossé. Il permet à un particulier ou à une entreprise d'obtenir une avance de trésorerie sur une durée de 1 à 4 ans à condition de mettre en gage certains actifs, le plus souvent des valeurs mobilières. V. [www.capital.fr/votre-argent/credit-lombard-1351756](http://www.capital.fr/votre-argent/credit-lombard-1351756).

Annexe. Trame de *term sheet*

1. Investisseurs individuels	
Investisseurs individuels	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Cercle 1 : [-]</li> <li>■ Cercle 2 : [-]</li> </ul>
Montants investis par les investisseurs individuels	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Cercle 1 : [-]</li> <li>■ Cercle 2 : [-]</li> </ul> [Détails dans tableau en Annexe]
2. Structure d'investissement	
Modalités d'investissement de l'investisseur financier	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Souscription en numéraire à des actions ordinaires émises par Holdco (les « <b>Actions Ordinaires</b> »)</li> <li>■ Instruments à rendement fixe au taux de [-] % capitalisé annuellement et prioritaires sur l'<i>equity</i> (les « <b>Instruments à Rendement Fixe</b> »)</li> </ul> (actions ordinaires et instruments à rendement fixe souscrits par l'investisseur financier constitue le « <b>Mix Pari Passu</b> »)
Modalités d'investissement des investisseurs individuels	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Souscription/acquisition :               <ul style="list-style-type: none"> <li>– des titres selon le Mix Pari Passu (les « <b>Titres Pari Passu</b> ») ;</li> <li>– des actions ordinaires <i>Sweet</i> en plus de celles composant le Mix Pari Passu (les « <b>Actions Sweet</b> ») ;</li> <li>– des actions de préférence auxquelles seront attachés les droits financiers détaillés en <b>Annexe 1</b> (les « <b>Actions Ratchet</b> »)</li> </ul> </li> </ul>
3. Gouvernance	
Organes de gouvernance	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Holdco devra être constituée en [-] sous la forme d'une [-]</li> <li>■ président :               <ul style="list-style-type: none"> <li>– le Premier président de Holdco sera [-]</li> <li>– nomination et révocation du Président par le [-]</li> </ul> </li> <li>■ [Directeur Général : [-]]</li> <li>■ Conseil de [-] :</li> </ul> Le Conseil sera composé d'un maximum de [-] membres, nommés par les associés de Holdco dont [-] membres nommés sur proposition de l'investisseur financier. Les décisions du Conseil seront adoptées à la majorité simple de ses membres. L' <b>Annexe 2</b> contient une liste des décisions que les salariés et mandataires sociaux du Groupe ne pourront pas prendre sans l'approbation préalable du Conseil (les « <b>Décisions Réservées</b> »).
4. Droits d'information et suivi de gestion	
Informations et documents	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Information mensuelle :               <ul style="list-style-type: none"> <li>– [-]</li> <li>– [-]</li> </ul> </li> <li>■ Information trimestrielle :               <ul style="list-style-type: none"> <li>– [-]</li> </ul> </li> </ul>
5. Événements ayant des conséquences sur l'investissement durant l'opération	
Anti-dilution	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ En cas d'émission de nouveaux titres Holdco au profit des Investisseurs postérieurement à la date de réalisation :               <ul style="list-style-type: none"> <li>– l'émission de titres Holdco au profit des Investisseurs sera structurée proportionnellement au mix d'investissement à la Date de Réalisation ;</li> <li>– chaque titre Holdco sera émis à sa valeur de marché à la date de l'émission considérée ;</li> <li>– chaque émission sera réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription.</li> </ul> </li> </ul>
6. Transfert de Titres Holdco	
Droit de préemption Inaliénabilité	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ [-]</li> </ul>
Transferts libres	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Les transferts listés ci-dessous (les « <b>Transferts Libres</b> ») font exception au droit de préemption à l'inaliénabilité :               <ul style="list-style-type: none"> <li>– restructuration patrimoniale des investisseurs individuels ;</li> <li>– transferts de Titres Holdco résultant de l'exercice du droit de sortie conjointe totale ou de l'obligation de cession conjointe totale et/ou, plus généralement, dans le contexte d'une Sortie ;</li> <li>– transferts de Titres Holdco résultant de l'exercice des promesses de vente et promesses d'achat ;</li> <li>– transferts de Titres Holdco par les investisseurs individuels avec l'autorisation écrite préalable de l'investisseur financier.</li> </ul> </li> </ul>

7. Sortie	
Changement de contrôle	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ En cas de changement de contrôle, les investisseurs individuels auront la faculté d'exercer un droit de sortie conjointe pour la totalité de leur participation (le « <b>Droit de Sortie Conjointe Totale</b> »).</li> <li>■ L'investisseur financier pourra forcer la cession de 100 % des Titres Holdco détenus par les investisseurs individuels s'ils reçoivent une offre sérieuse portant sur 100 % des titres de Holdco (l'« <b>Obligation de Cession Conjointe Totale</b> »).</li> </ul>
Introduction en Bourse	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ En cas d'introduction en Bourse, les investisseurs individuels pourront céder, lors de l'introduction en Bourse, la même proportion de leurs titres de la société cotée que celle cédée par l'investisseur individuel au jour de l'introduction en Bourse, puis pourront céder le solde de leurs titres sans restriction à l'issue des accords d'inaliénabilité (<i>lock-up</i>) applicables aux titres non cédés au moment de l'Introduction en Bourse.</li> </ul>
Déclarations et garanties et frais de sortie	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Chaque investisseur devra supporter, en proportion de ses encaissements, les frais et dépenses encourus dans le cadre de la mise en œuvre d'une Sortie ainsi que toutes déclarations et garanties consenties dans le cadre de la sortie.</li> </ul>

**Toujours à portée de mains !**  
Consultez vos revues où que vous soyez.

*Web-Mobile-Tablette*



**SERVICE INCLUS DANS VOTRE ABONNEMENT PAPIER**

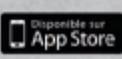
 Un accès simple et rapide à vos archives

 Un confort de lecture

 Un accès optimisé pour chaque support

 Consultez vos revues sans internet

Téléchargez gratuitement l'application depuis :






Retrouvez toutes les informations sur [kiosque.lexisnexis.fr](https://kiosque.lexisnexis.fr)

582 029 431 RCS PARIS 289291006 - 070200 - PHOTO © CARMENMIRILLO - ISTOCKPHOTO