

3 L'entrée de l'investisseur



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



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-
sement – King & Wood
Mallesons



Clément JOREZ,
associé – Altheo Partners
Family Office



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



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



France VASSAUX,
directrice générale adjointe
– France Invest

1. - LE FINANCEMENT DE LA SOCIÉTÉ

- A. - Les différents types de financement et la gestion de la dilution
- B. - Les différents instruments juridiques utilisés selon les types de financement
- C. - L'encadrement juridique des instruments de financement

2. - LA GOUVERNANCE

- A. - Les éléments du choix
- B. - L'organisation du choix pour les investisseurs
 - 1° L'information
 - 2° La direction ou le contrôle
- C. - L'organisation du choix pour le chef d'entreprise
 - 1° Majorités, blocages et vetos
 - 2° Comment se prémunir du risque de perte de la qualité de dirigeant ?

3° Comment se prémunir du risque de perte de la qualité d'associé ?

3. - LA RÉPARTITION DE LA VALEUR

- A. - Le partage de la plus-value au bénéfice des salariés
- B. - Les mécanismes d'ajustement avant la sortie
 - 1° En cas d'augmentation de capital : le ratchet du capital-innovation
 - 2° Relation des dirigeants et salariés
 - 3° Répartition des revenus (dividendes)
- C. - Les mécanismes d'ajustement à la sortie de l'investisseur
 - 1° Capital-innovation : priorité pour les investisseurs lors de la sortie (liquidation préférence)
 - 2° Modalités d'investissement pour le chef d'entreprise

– Le financement de la société peut se faire de différentes manières (fonds propres, quasi-fonds propres), intégrant ainsi différents instruments juridiques selon le type de financement choisi, ceux-ci ayant un régime juridique propre.

– De plus, le choix du mode de gouvernance est important, entre besoins du dirigeant et demandes des investisseurs (information, surveillance...).

– Enfin, la question de la répartition de la valeur est au cœur de la question du capital investissement (partage de la plus-value au bénéfice des salariés, mécanismes d'ajustement avant / à la sortie de l'investisseur).

1. Le financement de la société

A. - Les différents types de financement et la gestion de la dilution

1 - Fonds propres et quasi-fonds propres (*Cash in* et *Cash out*). – Les types de financement que l'on s'attache à décrire ici sont ceux propres au capital investissement. On n'abordera donc ni les levées de fonds sur les marchés boursiers de valeurs mobilières (actions ou obligations *high yield*), ni l'endettement auprès des établissements financiers ou des fonds de dette (*private debt*), ni les subventions ou prêts garantis par l'État, ni enfin le recours aux pratiques émergentes consistant dans l'émission de jetons ou autres droits *via* les procédés de *blockchain*.

Il existe différentes typologies d'investissement (capital innovation, développement et transmission) qui répondent à des besoins divers¹.

Du point de vue de la société, il s'agit soit de lever des fonds propres ou des quasi-fonds propres permettant soit à la société d'amorcer ou de poursuivre son développement (*cash in*), soit à ses associés en place de vendre tout ou partie de leurs participations dans le capital (*cash out*). Les deux opérations présentent beaucoup de différences sur le fond économique et sur la forme juridique, mais elles partagent des points communs et peuvent se combiner ou s'enchaîner.

Dans tous les cas, les entreprises émettent des titres représentatifs des droits des investisseurs entre eux et à l'égard de la société. Quel que soit le type de l'opération, ces titres ont trois usages :

- permettre aux différentes catégories d'associés, fondateurs/dirigeants d'une part, et investisseurs d'autre part, d'organiser leur niveau de contrôle politique sur la société² ;
- répartir la richesse créée (revenus ou prix de cession) entre les différentes catégories d'associés et d'investisseurs ; le cas échéant, gérer avec souplesse les ajustements de la valeur respective de ces participations en fonction des événements à venir ;
- enfin, les clauses de leur contrat d'émission et celles des pactes d'associés, du fait de leur maturité, permettent de planifier la sortie à terme des investisseurs.

Les fonds de capital-investissement disposent d'une gamme d'instruments d'investissement très étendue et adaptable à ces objectifs. Le cas le plus simple est celui d'un investissement en capital, mais la diversité des situations fait que les investisseurs font grand usage d'instruments hybrides, à mi-chemin entre le capital et la dette (tels que des obligations convertibles), de sorte que même si ce n'est pas leur vocation première, les investisseurs peuvent se trouver, à un moment donné, créanciers de la société. L'idée générale est que cette situation de créancier existera le plus souvent à titre transitoire ou partiel : les capital-investisseurs (comme leur nom l'indique) ont accès au capital, ou ont vocation à y accéder à terme.

2 - Ajustements de participations. – Beaucoup des schémas d'investissement répondent à l'idée que les parts respectives des

investisseurs d'un côté, et des fondateurs/dirigeants/salariés de l'autre, vont varier en fonction d'événements futurs. Le capital-investissement est un grand consommateur de mécanismes d'ajustement des participations, telle catégorie d'associés étant amenée à acquérir de nouveaux titres en diluant les autres catégories. La première question est de définir les critères économiques qui vont déclencher ces droits. La seconde question est juridique : comment donner effet à ces rééquilibrages ? Sans entrer dans l'histoire juridique du capital-investissement, disons que les promesses de cession d'actions ont largement laissé la place aux titres donnant accès à d'autres titres par voie de souscription, qui sont plus automatiques et évitent les sujets fiscaux de droit d'enregistrement et de plus-values.

Dès lors que les critères économiques sont bien définis grâce à la liberté contractuelle et aux conseils de professionnels, les ajustements permettent d'assurer une plus grande justice distributive entre les catégories d'associés, de garantir un meilleur alignement des intérêts, et deviennent ainsi un élément du succès de l'opération. Accessoirement, cela permet d'éviter de focaliser les discussions sur la valorisation lors de l'entrée des investisseurs : cette question devient secondaire dès lors qu'elle peut être ajustée en cours de vie ou à la sortie de l'investissement, selon des formules définies à l'avance.

3 - Gestion de la dilution. – En considérant que les fondateurs détiennent seuls l'entière part du capital de la société lors de sa constitution, cette part de 100 % ne peut se maintenir que dans des sociétés n'ayant pas besoin du capital-investissement pour se développer. Dès lors, le capital-investissement est synonyme de dilution, voire de perte de contrôle, ce qui peut bien sûr se justifier si la participation réduite vaut beaucoup plus cher grâce à la croissance financée par l'injection des capitaux propres nouveaux.

Cette dilution a deux aspects : d'un point de vue financier, elle dépend de la valorisation reconnue à la société par les investisseurs et de l'ajustement de cette valorisation selon les mécanismes détaillés plus bas³. D'un point de vue du pouvoir, elle résulte du nombre de voix attachées aux actions et du franchissement des seuils des minorités de blocage et de majorité, dont on sait qu'ils sont fixés par la loi pour les SA et par les statuts pour les SAS. Mais les montages de capital-investissement sont riches en droits politiques réservés ou renforcés, par les pactes ou par les droits particuliers attachés aux actions de préférence, de sorte que la gouvernance dépend d'autres équilibres que la seule détention du capital⁴. La dilution, si elle est inévitable, peut donc se gérer à la fois pour les investisseurs et les fondateurs.

B. - Les différents instruments juridiques utilisés selon les types de financement

4 - Catalogue des titres financiers utilisés dans le capital-investissement. – Pour donner une idée des types d'outils de financement envisageables en droit français, et en évitant d'y mêler les instruments de dette bancaire, ainsi que les instruments d'intéressement qui sont décrits par ailleurs⁵, on peut dresser le tableau suivant, qui va du pur capital à la dette :

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

2. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 3, n° 13 s. ci-dessous pour l'organisation de la gouvernance.

3. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 3, n° 38 s.

4. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 3, n° 5.

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

Instruments	Catégories	Code de commerce	Droits attachés	Droits non attachés
Actions	Ordinaires	Article L. 228-7 s.	● Droit de vote en assemblées (contrôle) ● Dividendes	● Intérêt (payable même en l'absence de profit : v. n° xx) ● Remboursement
Actions	De préférence	Article L. 228-11 s.	● Droits préférentiels politiques (vote multiple, siège au conseil...) ou financiers ● Convertibilité ● Droit au rachat	● Intérêt ● Il est possible de prévoir des cas de rachat des actions de préférence (C. com., art. L. 228-12, III)
Droits d'accès au capital/valeurs mobilières donnant accès au capital	BSA (bons de souscription d'actions), autonomes (secs) ou attachés aux actions (ABSA), obligations (OBSA), OC (OCABSA)	Article L. 228-91 s.	● Droit de souscrire des actions à des conditions à déterminer (nombre, prix)	● Droit de vote en AG ● Dividendes ● Intérêts
Titres hybrides	Obligations convertibles (OC)	Article L. 228-91 s.	● Droit au remboursement et à des intérêts en tant qu'obligation ● Droit de conversion en actions à des conditions à déterminer (nombre, prix) ● Prime de non-conversion éventuellement	● Pas de vote en AG ni de dividendes tant qu'il s'agit d'une obligation ● Pas d'intérêt ni de remboursement après la conversion en action
Titres hybrides	Obligations remboursables (OR)	Article L. 228-91 s.	Idem OC, mais le remboursement se fait obligatoirement en actions	
Obligations simples (sèches)		Article L. 228-38 s.	● Intérêts ● Remboursement ● Titres négociables	● Pas de vote en AG ni de dividendes
Compte courant d'associé/Prêt d'associé	Montants avancés par les investisseurs dans l'attente d'un nouveau financement (financement-relais)		● Intérêts ● Remboursement ● Conversion en un autre instrument (actions, OC), selon les termes du contrat de prêt	● Pas de vote en AG ni de dividendes ● Seuls les associés ou les dirigeants de la société peuvent prêter des fonds à la société (C. mon. fin., art. L. 312-1)

Il existe bien d'autres catégories de titres, qui ne sont pas décrites ici parce qu'elles ne sont pas utilisées par le capital-investissement (titres participatifs, par exemple, qui, en revanche, connaissent un regain d'intérêt dans le cadre de la consolidation des prêts garantis par l'État) ou parce qu'elles appartiennent au montage de la dette (titrisation).

5 - Exemples de titres utilisés pour le capital-innovation. – Le *Venture Capital* est organisé partout dans le monde, et en premier lieu aux États-Unis, autour des mêmes mécanismes : financements par tranches ou séries successives, ajustement de valorisation en cas de tour décoté (dit *anti-dilution* ou *ratchet*), préférences à la sortie (dit *liquidation preference*). Chaque pays adapte ces montages en fonction des outils juridiques disponibles. En France, qui est bien dotée en la matière grâce au régime des titres

de capital imaginé dans les années quatre-vingt puis consolidé par la loi NRE de 2001, on utilise les titres composés suivants :

- « *BSA tranche* » ou « *BSA Milestones* », attachés aux actions des investisseurs (ABSA), permettant aux investisseurs de libérer une nouvelle tranche de capital, soit à leur main, soit qu'ils s'y engagent dès lors que seront atteintes certaines conditions montrant les progrès de la société (*milestones*) ;
- « *BSA Ratchet* » attachés aux actions des investisseurs (ABSA), leur permettant d'ajuster le prix moyen de leur participation si une opération sur le capital est réalisée à un prix inférieur à celui payé par les investisseurs ⁶ ;

6. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 3, n° 32.

- « *BSA AIR* » (pour accord d'Investissement Rapide)⁷ : l'idée est de simplifier le tout premier investissement réalisé dans un nouveau projet en faisant souscrire par l'investisseur un titre qui lui donnera accès au capital selon des modalités qui seront définitivement arrêtées par la suite. On évite la discussion sur la valorisation qui résultera du prochain tour, moyennant une décote qui récompensera le premier investisseur pour sa prise de risque ;

- actions de préférence : les investisseurs demandent que les actions qu'ils souscrivent leur garantissent certains droits politiques (par exemple, l'accès à un siège au conseil d'administration, ainsi qu'à certaines informations sur la marche des affaires) et financiers (droits de préférence lors de la cession⁸ ;

- actions de préférence des fondateurs : les montages les plus fréquents ne réservent pas de droits particuliers aux fondateurs, mais il est intéressant de noter qu'aux États-Unis, les sociétés ayant le mieux réussi (Facebook, Google) ont conservé, même après leur introduction en Bourse, des actions à droits de vote multiple pour leurs fondateurs⁹. L'idée est que, si leur part du capital se dilue à mesure des levées de fonds, il peut être intéressant de leur laisser une influence garantie en droits de vote ;

- BSPCE : BSA réservés aux dirigeants, salariés et administrateurs, bénéficiant d'une fiscalité favorable mais réservée aux jeunes sociétés de moins de 15 ans et sous les conditions définies à l'article 163 bis G du CGI¹⁰. Les BSPCE sont des valeurs mobilières donnant accès au capital réservé à cet usage, et donc soumises au régime juridique défini aux articles L. 228-91 et s. du Code de commerce ;

- obligations convertibles ou remboursables : quoique les sociétés recourant au capital-innovation aient peu de capacité d'endettement, elles utilisent les titres obligataires assortis d'un droit d'accès au capital en cas notamment de financement relais par leurs investisseurs ;

- instruments de dette : on trouve des financements non dilutifs en capital, soit auprès d'organismes tels que Bpifrance, soit auprès de fonds spécialisés en « *Venture Debt* » qui exigent pour leur part des sûretés et des clauses de contrôle contraignantes.

Toutes ces catégories de titres de capital vont nécessiter une ingénierie juridique lourde pour leur mise en place (rapports de commissaires aux comptes et/ou de commissaires aux avantages particuliers, contrats d'émissions, protocole d'investissement) et pour leur gestion (assemblées et représentants de masses pour chaque type de valeurs mobilières émises, avec des droits de veto sur certaines opérations selon les articles L. 228-96 et s. du Code de commerce).

6 - Exemples de titres utilisés pour le capital-transmission. –

Les montages de *LBO* s'articulent autour du partage de la valeur créée au cours de l'investissement, par rapport à un objectif de rendement de l'investisseur, exprimé selon le taux de rendement interne (TRI) fixé contractuellement. Les dirigeants et salariés auront une part croissante du capital, et donc de la plus-value, au-delà du TRI cible de l'investisseur. Cela constitue l'effet de levier juridique du *LBO*. Il s'agit donc de mettre en place un montage juridique donnant effet à des variations de la part de capital respective des fonds et des dirigeants et salariés, lors du

débouclage de l'opération. Les instruments les mieux adaptés sont les suivants :

- actions de préférence convertibles : les actions de l'investisseur seront converties en actions ordinaires selon un multiple décroissant, au-delà du TRI cible¹¹ ;

- obligations convertibles : l'idée est la même, mais, pour l'atteindre, on sépare l'investissement des fonds en deux, une partie étant souscrite en actions et l'autre en obligations, dont la conversion selon un multiple variable va avoir le même effet de relation des dirigeants si le TRI des investisseurs surpasse l'objectif ; on peut aussi prévoir une prime de non-conversion, qui fait que cette partie de l'investissement sera rémunérée par un intérêt augmenté de cette prime exprimée en points de pourcentage ;

- certains de ces montages étant actuellement susceptibles d'être remis en question par la jurisprudence fiscale, les pratiques évoluent et laissent parfois la place à l'utilisation de mécanismes d'investissement classiques¹², ou d'obligations sèches.

7 - Des possibilités encore peu explorées : le choix du droit applicable aux instruments de financement. –

Certaines juridictions étrangères offrent plus de souplesse à leurs émetteurs, ou peuvent être considérées comme plus favorables à la protection des créanciers, ce qui peut inciter ces derniers à soumettre le contrat de financement à un autre droit que le droit français. Sans livrer ici une analyse approfondie de cette question, on peut noter quelques points. Si l'on veut bénéficier de la nature hybride de certains titres luxembourgeois, vus comme de la dette pour l'investisseur mais comme des fonds propres par l'émetteur (*Convertible Preferred Equity Certificats* ou *CPECs*), ou encore de la plus grande souplesse pour organiser les droits des masses de porteurs de titres de créances, il faut créer une structure de droit luxembourgeois, holding ou sous-holding. Les montages avec « *luxco* » ou « *double luxco* », « *sandwich hollandais* » ou autre, peuvent répondre à des considérations fiscales mais aussi à des demandes visant à consolider le paquet de sûretés des banques créancières.

Il arrive qu'une société française emprunte sous le régime d'un droit étranger, par exemple le droit anglais, auprès de prêteurs étrangers ; si cette dette est allotie selon les règles propres au droit anglais (des « *notes* »), cela ne fait pas des lots ainsi créés des titres de créance au sens du droit français. On rencontre aussi des titres composés, baptisés de « *units* » par imitation des montages venus d'exemples américains : dans ce cas, le terme de « *unit* » n'est qu'un affichage, et les titres hybrides émis par la société française devront entrer dans les catégories permises en droit français (par exemple, des actions à BSA attachés), qui définira leur régime.

8 - **Subordination.** – Tous ces montages doivent préserver certains principes généraux, tel que la subordination des investisseurs en capital à l'égard des simples prêteurs. La dette est toujours prioritaire, et les sûretés qui y sont attachées peuvent aller jusqu'à évincer les actionnaires au profit des créanciers privilégiés, eux-mêmes hiérarchisés selon un rang précis. Ceci n'est qu'une application du principe selon lequel les actionnaires occupent la position de « *créanciers en dernier ressort* » et donc la plus à risque, ce qui justifie également qu'ils empochent le surplus dégagé après que tous les créanciers ont été désintéressés.

Dans le capital-innovation, qui connaît des séries d'investissements successifs selon la maturité de la société (amorçage, séries A, B, C...), il est de pratique commune que le dernier investisseur

7. Ces investissements se veulent très simplifiés et leur mécanisme est proposé sur des plateformes de *legal start-ups* telles que Seedlegals ou Legalstart. Ils s'inspirent des « *Simple Agreement for Future Equity* » (SAFE) venus des États-Unis.

8. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 3, n° 5 et 12.

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

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

11. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 3, n° 32.

12. Actions gratuites ou options de souscription d'actions, V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 3, n° 33.

arrivé qui, le plus souvent, aura accepté de payer une valorisation plus élevée, soit payé en premier en cas de sortie (« *dernier arrivé, premier payé* »). Cela s'exprime dans les rangs de préférence attachés aux catégories d'actions de préférence¹³.

C. - L'encadrement juridique des instruments de financement

9 - Titres de capital et titres financiers – Forme de la société émettrice. – Le droit français classe tous ces instruments dans la catégorie des titres financiers, et à l'intérieur de celle-ci, dans la sous-catégorie des titres de capital qui comprend les actions et les autres titres donnant ou pouvant donner accès au capital ou aux droits de vote (C. mon. fin., art. L. 212-1. – C. com., art. L. 228-1 s.). Ces titres de capital ne peuvent être émis que par les sociétés par actions, ce qui explique que l'investissement ne se fasse que dans ce type de sociétés, à l'exclusion notamment des SARL. Les parts sociales émises par les SARL et les sociétés de personne n'ont ni le caractère négociable, ni la flexibilité nécessaire aux yeux des investisseurs, sans parler de leur régime fiscal. Quant à la responsabilité illimitée des associés en nom collectif ou commandités, elle ne peut que faire fuir les fonds d'investissement : ils acceptent de courir un risque d'un montant maximal à définir, mais récusent tout engagement indéterminé. Cela résulte de leur structure propre : ayant eux-mêmes levé des fonds pour les placer dans plusieurs entreprises, ils sont soumis à des règles d'engagement contraignantes et, pour les fonds réglementés, ne peuvent s'engager au-delà des montants levés.

Les titres de capital connaissent un régime unifié pour toutes les sociétés par actions, qui est défini, d'une part, aux articles L. 225-127 à L. 225-217 du Code de commerce pour les modifications du capital et, d'autre part, aux articles L. 228-1 à L. 228-106 du même code pour la définition des valeurs mobilières. Sans entrer dans trop de détails, ce régime est le même que la société soit une SAS (de loin le cas le plus fréquent), une SA, une SCA ou une SE. Il existe quelques différences, telles que la possibilité pour une SAS d'avoir un capital variable ou d'émettre des actions représentatives d'apports en industrie, qui sont peu utiles pour les montages de capital-investissement.

On peut remarquer que si la forme de SAS est généralement choisie pour la souplesse qu'elle donne, notamment en matière de gouvernance, son régime n'a rien de spécifique pour ces titres. Juridiquement, cela résulte du renvoi par l'article L. 227-1 du Code de commerce qui définit le régime légal applicable aux SAS au régime des sociétés par actions (et donc aux articles L. 228-1 et suivants du même code qui traitent des actions de préférence, des obligations et des valeurs mobilières donnant accès au capital) et des sociétés anonymes (et donc aux articles L. 225-127 et suivants du Code de commerce qui traitent des augmentations et réduction de capital). Ce renvoi a le mérite de la simplicité, mais il n'est pas forcément très heureux car il contraste avec la grande souplesse du droit des SAS. On a suggéré que les règles organisant la masse des obligataires ou des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital puissent être assouplies dans les SAS, pour qu'elles contrastent moins avec les modalités de consultation des associés (consultation par écrit ou électronique, majorités librement définies), mais cela ne semble pas à l'ordre du jour.

10 - Titres négociables et contrôle des cessions. – Tous les instruments d'investissement mentionnés ci-dessus, à l'exception des prêts d'associés dits « en compte courant », ont la particularité d'être des titres de capital (actions, valeurs mobilières donnant accès au capital) ou des titres de créances (obligations). Cette qualité commune de titres emporte qu'ils sont, par nature,

négociables, c'est-à-dire cessibles selon des modalités simplifiées par simple ordre de mouvement. Or, si cette faculté est appréciable, elle doit se combiner avec un certain contrôle des cessions : le capital investissement est un montage privé, « sur invitation » pourrait-on dire, et n'entre pas qui veut dans le cercle des investisseurs et des fondateurs. Pour organiser cette maîtrise des mouvements de titres, la première chose à faire est de leur donner une définition commune.

Exemple de définition contractuelle du « Titre » : les « Titres » désignent (1) les actions, (2) toutes valeurs mobilières émises par la société donnant droit, immédiatement ou à terme, à une quotité du capital ou à des droits de vote de la Société, notamment, et sans que cette liste soit limitative, par souscription, conversion, remboursement, présentation ou exercice d'un bon, (3) tout droit d'attribution, de souscription ou de priorité aux actions ou aux valeurs mobilières visées au (1) et (2) ci-dessus, attachés ou non à ces actions ou valeurs mobilières et (4), plus généralement, toute valeur visée au chapitre VIII du titre II du livre II du Code de commerce (« Des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions »).

On voit qu'en plus des actions, cette définition englobe au (2) tous les types de titres donnant accès au capital, mais aussi au (4) les obligations et autres titres spécifiques. Le (3) sert à y assimiler les droits d'accès à ces titres, tels que les droits préférentiels de souscription, qui sont eux-mêmes négociables. Il ne faut donc pas oublier que les obligations, convertibles ou non, sont très souvent incluses dans les clauses de contrôle des cessions qui figurent dans les pactes ou dans les statuts.

Exemple de définition contractuelle du transfert de propriété de ces « Titres » : le terme « Transfert » désigne toute opération entraînant ou pouvant entraîner le transfert de propriété immédiat ou à terme ou le démembrement de titres, à titre onéreux ou non, quelle qu'en soit la nature juridique et pour quelque cause que ce soit (en ce compris notamment la cession, la dation, la donation, l'apport, le partage, la transmission de patrimoine résultant de la liquidation de tout régime matrimonial, de l'application des règles de dévolution successorale ou résultant de la création ou de la liquidation d'un pacte civil de solidarité, la fusion, la scission, l'apport en société, le démembrement, la fiducie, l'échange, la renonciation, la location, le nantissement, la vente publique ou une forme combinée de ces formes de transfert de propriété) (et notamment toute opération relative aux droits préférentiels de souscription attachés aux titres de la société).

On le voit, l'idée est de viser aussi largement que possible. La jurisprudence est d'ailleurs intransigeante sur la portée de ces définitions : si une clause ne vise que les cessions, elle n'englobera pas les autres modes de transfert de propriété¹⁴.

11 - Philosophie générale des clauses de maîtrise du capital. – Les clauses de contrôle de ces « Transferts de Titres » sont décrites dans la troisième partie de ce dossier¹⁵. Usuellement, elles prennent la forme de clause d'agrément et de pacte de préférence ou de préemption. Pour en donner la philosophie

13. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 2, n° XX.

14. Cass. com., 12 févr. 2008, n° 06-20.966 : JurisData n° 2008-042784 ; Dr. sociétés 2008, comm. 74, obs. R. Mortier : une clause d'agrément ne visant que les cessions d'actions à un tiers ne s'applique pas à une transmission de droits sociaux via une transmission universelle de patrimoine résultant d'une opération de fusion-absorption. – CA Paris, 24 nov. 2015, n° 14/15626 : Dr. sociétés 2016, comm. 23, obs. R. Mortier : validation de clauses avec une large définition des transferts et des titres. – V. S. Schiller et D. Martin, Guide des pactes d'actionnaires et d'associés : LexisNexis, 2022, n° 251.

15. V. infra, Sortie de l'investisseur.

générale dans le cadre de montages de capital-investissement, on peut mettre en exergue quelques principes :

- la sortie de l'investisseur est prévue à terme ; elle est organisée de manière à permettre à tous de céder ensemble, clauses de droit de sortie conjointe (*tag along*) et d'obligation de sortie conjointe (*drag along*) ;
- les fondateurs peuvent négocier des droits de préférence leur permettant de conserver le contrôle, autour d'un nouveau tour de table, mais les investisseurs seront réticents à tout mécanisme pouvant faire perdre de la valeur à leur investissement ;
- pour la même raison, les investisseurs refuseront toute clause d'agrément, qui laisserait à la société le pouvoir de bloquer une sortie, sans payer le juste prix c'est-à-dire la valeur de marché ;
- il sera demandé aux associés fondateurs ou dirigeants, selon la situation de la société, de s'engager à ne pas céder leur participation pour s'assurer de leur implication dans le développement des affaires sociales, jusqu'au débouclage de l'opération.

On le voit, ces principes et les clauses qui en découlent doivent être négociés à l'avance, dès la lettre d'intention, puis dans les statuts ou le pacte d'associés qui définiront les relations entre fondateurs et investisseurs pour le temps qu'ils passeront en commun.

2. La gouvernance

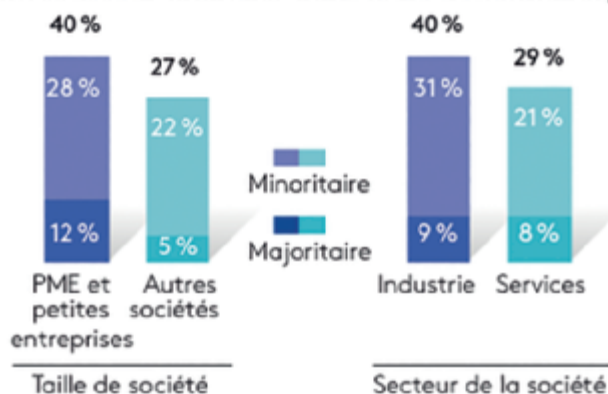
A. - Les éléments du choix

12 - **Contenu de la gouvernance.** – Toute gouvernance doit permettre de gérer efficacement une structure, tout en organisant des procédures de contrôle. Pour atteindre ce double objectif, l'organisation de la direction est primordiale, mais elle est toujours difficile. Néanmoins, la gouvernance ne se résume pas à la direction. L'investisseur, qu'il soit ou non membre d'un organe, veille toujours à recevoir une information étendue sur les opérations, ce qui devra faire l'objet d'une organisation contractuelle. Lorsqu'un investisseur rejoint une structure, ses demandes propres doivent être combinées avec les besoins du chef d'entreprise en place.

13 - **Les demandes des investisseurs.** – Elles varient en fonction de leur positionnement.

Un fonds détient une part plus ou moins importante dans le capital. Selon le rapport de France Invest en 2020, 40 % des dirigeants de PME et d'entreprises industrielles envisagent d'ouvrir leur capital à un investisseur financier, mais essentiellement pour une part minoritaire.

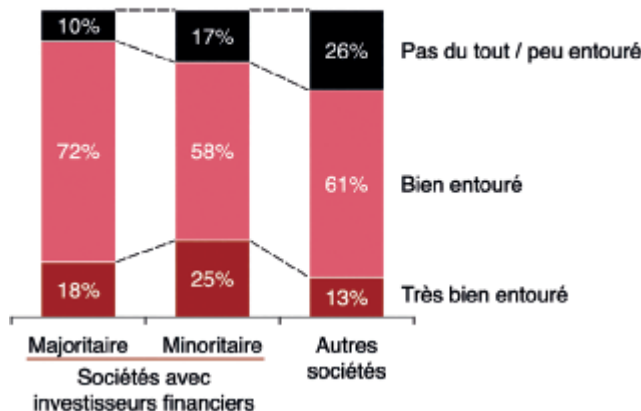
Envisagent d'ouvrir leur capital à un investisseur financier à court ou moyen terme (% des répondants n'ayant actuellement pas d'investisseur financier dans leurs actionnaires)



Même minoritaire, un fonds est susceptible d'apporter son soutien à la direction. Ainsi, les dirigeants d'entreprises comp-

tant un actionnaire investisseur se sentent plus soutenus, y compris quand il s'agit d'un actionnaire minoritaire ¹⁶.

Avez-vous le sentiment d'être bien entouré, conseillé pour faire face à la crise? (%)



Le soutien n'est pas forcément lié à une participation active à la direction. Un fonds qui occupe une simple position d'actionnaire a été présenté par les équipes de direction comme une aide efficace lors de la crise de 2020 ¹⁷.

Qui vous aide concrètement à gérer les effets de la crise? (% cités dans le top 2)



Sans qu'il soit possible de poser des règles systématiques, on constate qu'un fonds est généralement amené à prendre une participation plus faible si la société est mûre alors qu'elle sera plus importante si elle est récente. Au-delà de la détention de capital, il conviendra, lors de l'entrée de l'investisseur, de fixer ses modalités d'intervention dans la gouvernance. Deux grandes stratégies sont à distinguer, l'une étant qualifiée de « *hands on* » et l'autre de « *hands off* ». Ainsi, certains fonds veulent seulement surveiller, d'autres veulent s'impliquer aux côtés des dirigeants.

14 - **Les besoins des dirigeants.** – Ils varient aussi selon les cas. L'investisseur apporte une expertise et un réseau. Il connaît généralement bien le secteur où il investit. Certains professionnels

16. Étude menée en mai 2020 auprès de dirigeants d'entreprises, 166 répondants dont 86 comptent des investisseurs financiers à leur capital (50 majoritaires et 36 minoritaires). Baromètre France Invest PWC juin 2020.

17. Baromètre France Invest PWC juin 2020.

sont très spécialisés et maintiennent une veille permanente sur un secteur donné, dont ils ont une connaissance approfondie.

Le *Guide du capital innovation* publié par France Invest décrit cet apport ¹⁸ :

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

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

Ces connaissances rejoignent généralement celles du chef d'entreprise qui, mieux que quiconque, connaît le secteur et l'entreprise. Pour que leur collaboration soit bénéfique, elle doit donc être complémentaire et que chacun trouve sa place. L'investisseur peut apporter ce regard plus distancié, son réseau particulier et contribuer à renforcer l'image de l'entreprise, grâce à la légitimité de son soutien. Les besoins des dirigeants varient suivant leur niveau d'expérience et suivant les caractéristiques de l'entreprise. Ils seront différents dans les start-ups et les sociétés mûres, dans les sociétés familiales et selon les perspectives d'évolution de l'activité. L'entrée d'un fonds est identifiée comme une aide particulièrement efficace face à une volonté de développement à l'international et surtout une volonté de croissance externe. En effet, l'investisseur financier est un expert en transactions et son accompagnement sera alors précieux.

B. - L'organisation du choix pour les investisseurs

15 - Absence de rôle exécutif. – L'investisseur n'est jamais le dirigeant exécutif (président, directeur général), mais il a souvent une expertise à faire valoir et une surveillance à assurer. Impliquer l'investisseur dans la gouvernance est un choix gagnant, mais il faut choisir entre l'Administration et la simple surveillance et, quel que soit ce choix, il convient de lui assurer une information renforcée.

1° L'information

16 - Transparence nécessaire. – L'un des piliers de la gouvernance d'entreprise est la transparence. La société doit être transparente à l'égard des investisseurs en capital, d'autant plus que ces derniers sont tenus d'être transparents envers leurs propres bailleurs de fonds. L'investisseur demande donc à bénéficier de plus d'informations que les actionnaires ordinaires. Le calendrier légal d'approbation des comptes annuels (6 mois après la clôture

de l'exercice) est trop étiré pour lui. Il a souvent besoin de disposer des comptes 60 jours maximum à compter de la clôture de l'exercice. Il demande donc une information plus rapide, mais également plus détaillée. Les rapports des conseils aux assemblées sont souvent jugés décevants sur le plan de la pertinence et de la qualité des informations. Des éléments complémentaires sont donc prévus à un rythme plus fréquent, fondés sur quelques indicateurs clefs avec un prévisionnel de trésorerie, des projections et un *reporting* consolidé. Par ailleurs, les investisseurs peuvent réclamer un audit et un « accès aux dirigeants » pour leur poser des questions ou organiser des réunions. Pour se protéger, les investisseurs ne réclament pas seulement un renforcement de leurs informations en qualité d'actionnaire. Ils demandent aussi que ce droit soit renforcé pour les membres des organes de direction s'ils envisagent d'y participer. Il s'agit alors d'une information plus opérationnelle et plus détaillée, qui peut se fonder sur les documents de suivi interne de la société. Le format du *reporting* (définition des indicateurs de suivi d'activité et présentation) doit être défini d'un commun accord et suivre un modèle récurrent. Souvent, les investisseurs membres des conseils souhaitent aussi prévoir de développer une relation directe avec le directeur administratif et financier de la société pour contribuer au respect des échéances et contrôler la production de l'information.

2° La direction ou le contrôle

17 - Administration ou surveillance ? – Le choix classique de gouvernance se fait entre conseil d'administration et conseil de surveillance. Il faut bien distinguer entre les domaines d'intervention du conseil d'administration (qui a un pouvoir de décision sur les affaires de la société, notamment sur la définition de sa stratégie) et du conseil de surveillance (qui surveille la gestion du directoire et autorise certains actes importants). Cette distinction est primordiale, car elle fonde deux régimes de responsabilité différents : un membre du conseil d'administration peut être tenu responsable des fautes commises dans la gestion de la société, aux côtés des dirigeants opérationnels ; tandis que le membre d'un conseil de surveillance n'est responsable que du

18. <https://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2021/03/France-Invest-Guide-du-capital-innovation-2019.pdf>, p. 35. Édition coordonnée par P.-L. Périn et F. Vassaux d'Azémar de Fabrègues.

manquement à son devoir de surveillance. Les juges qui interviennent en cas de défaillance ou de faute ne s'en tiennent pas à la dénomination des organes, mais examinent la réalité de leur fonctionnement. Ainsi, quelle que soit l'appellation choisie (comité de surveillance, conseil stratégique, etc.), si un organe social s'immisce dans la gestion de la société, ses membres s'exposent à être traités comme des dirigeants. De même, peu importe que les indices d'une telle immixtion se trouvent dans les statuts, dans un pacte ou ne résultent que de la pratique suivie. L'appréciation du juge se fondera sur des éléments concrets et non sur des constructions apparentes. Le *Guide du capital innovation* de France Invest souhaite que la jurisprudence mesure bien le rôle du représentant d'actionnaires investisseurs financiers lorsqu'ils acceptent un mandat d'administrateur¹⁹. Il souligne qu'il n'est jamais un dirigeant exécutif, titulaire du pouvoir d'engagement de la société et que ce rôle non exécutif devrait limiter son exposition. Il ajoute que son expérience et ses connaissances ne suffisent souvent pas à lui donner une vision parfaite de toutes les difficultés de l'entreprise. Enfin, il précise que l'investisseur financier en capital-innovation n'est généralement pas majoritaire et son représentant n'exerce pas un contrôle sur la société. Tous ces éléments ne restent que des requêtes que les juges ne retiendront pas dans leur élément d'appréciation.

18 - Choix du contrôle. – Comme il a été évoqué, la participation est le plus souvent minoritaire en capital-risque, alors qu'elle est majoritaire – voire exclusive – en capital-transmission. En toute hypothèse, l'investisseur financier n'a pas vocation à effectivement diriger la société et, d'ailleurs, il ne le souhaite pas. Il se veut un actionnaire actif avec une vocation à siéger dans les organes sociaux non exécutifs. Mais il ne prend jamais en charge la direction générale de l'entreprise et n'y exerce, sauf exception, aucune responsabilité opérationnelle ou exécutive. C'est avant tout un actionnaire. Lorsqu'il n'a qu'un contrôle minoritaire, il souhaite se protéger contre le risque de dilution. Il préfère aussi détenir des prérogatives lui permettant essentiellement de surveiller la gestion, mais également occasionnellement de s'opposer à certaines décisions.

19 - Exercice du contrôle. – Pour exercer son contrôle, il se fait souvent attribuer au moins un poste au sein du conseil d'administration ou de surveillance de la société, avec parfois une simple voix consultative grâce, par exemple, à un poste de censeur ou d'observateur. Il doit également veiller à attribuer à ce conseil la mission d'autoriser certaines opérations importantes. La liste des décisions soumises à autorisation est prévue dans les statuts, le pacte d'actionnaires²⁰ ou le règlement intérieur. Il est important que la liste des décisions soumises au contrôle du conseil de surveillance soit plus limitée que celle confiée au conseil d'administration afin de laisser une autonomie au directoire pour la gestion de la société. Dans tous les cas, les seuils de contrôle et d'autorisation ne doivent pas être trop bas pour éviter la qualification d'immixtion dans la gestion. Si la société créée est une SAS, France Invest recommande de recréer l'une des deux formes de gouvernance classique (conseil d'administration ou de surveillance). Les représentants des investisseurs garderont ainsi des points de repère utiles pour leur

comportement²¹. Afin de garantir une certaine utilité à la participation à ces organes, il faut veiller à préciser dans le pacte leur fonctionnement. Il est nécessaire d'imposer des réunions selon un certain rythme (*a priori* au moins trimestrielles), mais également ponctuellement à chaque fois qu'une crise éclate²². Il faut préciser les règles de convocation et de fixation de l'ordre du jour pour ne pas permettre à certains dirigeants de bloquer la réunion. L'investisseur doit trouver un équilibre entre les stipulations qui permettent de protéger et de surveiller son investissement et la qualification de dirigeant de fait qu'il risque d'encourir par une immixtion trop intense dans la gestion²³. Par exemple, sur la question des droits de veto, il importe de ne pas trop gêner la gestion normale de la société et que chaque autorisation soit en réalité justifiée par la protection de l'investissement. Il est recommandé de prévoir soit des majorités variables en fonction du risque de l'opération soumise à autorisation, soit des majorités simples mais comprenant la voix d'au moins un investisseur le cas échéant (ou de plusieurs investisseurs : par exemple deux tiers)²⁴. Il s'agit de « veto collectif » efficace et moins risqué. L'investisseur peut parfois réclamer le droit de s'opposer à certaines décisions particulièrement importantes pour lui comme, par exemple, la souscription d'un emprunt bancaire ou encore l'acquisition d'une participation lorsque ces opérations représentent un montant significatif. L'introduction de comités est également recommandée, qu'ils soient d'audit, de rémunération ou stratégiques. De façon générale, ils contribuent efficacement à permettre à l'investisseur d'exercer sa mission de contrôle. Leur utilisation est variable en fonction de la taille de l'entreprise et de la phase de développement de la société.

20 - Impact sur la responsabilité. – L'organisation contractuelle des organes de direction va permettre aux investisseurs de recevoir des prérogatives exactement en phase avec leur volonté. Pour contrôler étroitement sans diriger, ils obtiennent un poste dans un conseil d'administration ou de surveillance dont les pouvoirs seront adaptés et en rajoutant un droit de veto sur quelques décisions particulièrement lourdes de conséquences. S'ils craignent que le majoritaire ne s'implique pas dans la gestion de la société tout en contrôlant l'assemblée générale, ces associés doivent obtenir un accroissement de leurs pouvoirs au sein du conseil en se réservant un pouvoir décisionnaire. Néanmoins, il convient d'être prudent dans la rédaction de ces clauses afin d'éviter une qualification de dirigeant de fait déclenchée par l'exercice d'un pouvoir effectif de gestion. L'attribution de quelques prérogatives sur des opérations déterminées est insuffisante pour justifier une responsabilité alourdie. En revanche, si la palette des décisions sur lesquelles les dirigeants sont contraints de demander une autorisation est trop large, le juge pourrait très bien considérer qu'il s'agit là soit d'un véritable organe de direction dont les membres ont une responsabilité identique à celle des administrateurs, soit, pire, de dirigeants de fait²⁵.

19. <https://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2021/03/France-Invest-Guide-du-capital-innovation-2019.pdf>, p. 38. Édition coordonnée par P.-L. Périn et F. Vassaux d'Azémar de Fabrègues.

20. Pour des exemples de consultation ou d'autorisation préalable de l'investisseur concernant les opérations de gestion significative, V. LBO Capital transmission : Francis Lefebvre, coll. *Dossiers pratiques*, 2^e éd., 2013, p. 36, n° 71.

21. <https://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2021/03/France-Invest-Guide-du-capital-innovation-2019.pdf>, p. 40. Édition coordonnée par P.-L. Périn et F. Vassaux d'Azémar de Fabrègues.

22. Par exemple lors du non-respect de tel ou tel ratio financier prévu à l'avance.

23. J.-M. Pérez et F. Mazon, *Dangers de la qualification de dirigeant de fait pour les acteurs du Private Equity* : JCP E 2012, 1653.

24. <https://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2021/03/France-Invest-Guide-du-capital-innovation-2019.pdf>, p. 45. Édition coordonnée par P.-L. Périn et F. Vassaux d'Azémar de Fabrègues.

25. D. Martin et O.-T. Tieu, *La responsabilité civile des membres du comité spécialisé* : RJDA 2010, p. 867. – S. Schiller, *La responsabilité des membres des organes contractuels de contrôle des sociétés* : Journ. sp. Sociétés n° 90, sept. 2011, p. 16.

Exemple : Il a ainsi été jugé, dans une société anonyme, qu'un conseil de surveillance s'immisce dans la gestion et devient dirigeant si les statuts ont imposé son autorisation préalable dans une dizaine d'hypothèses, y compris pour « toutes opérations ayant une influence déterminante » sur la vie de la société²⁶.

La responsabilité varie donc en fonction des missions qui ont été contractuellement confiées. Des arrêts remontant au milieu XIX^e siècle, rendus à propos de censeurs, illustrent tout à fait cette démarche. Les juges ont pris soin de préciser, dans chaque arrêt, les obligations des censeurs telles qu'elles étaient définies dans les statuts des sociétés concernées²⁷. La faute était ainsi appréciée en fonction de la nature des obligations préalablement contractées. Un arrêt de 2016 suit exactement ce raisonnement²⁸. Une SAS était dotée d'un président, également associé, d'un directeur général et d'un « *comité de surveillance* ». La cour d'appel de Paris a qualifié l'un des membres du comité de surveillance de dirigeant au motif que l'organe était doté d'un véritable pouvoir de décision. En effet, elle a relevé que le comité devait donner son accord préalable à toute opération ou engagement sortant du cadre du budget de fonctionnement d'un montant supérieur à 15 000 €, ce budget de fonctionnement étant lui-même soumis à son accord. Elle a souligné que le seuil de 15 000 € était modeste au regard des sommes investies dans le groupe, ce qui démontrait que les autorisations requises n'étaient pas uniquement ponctuelles et que le comité encadrait très étroitement les pouvoirs de direction du président. C'est donc grâce à un examen précis et détaillé des prérogatives accordées par les statuts par rapport aux exigences de gestion que les juges pourront caractériser un dirigeant de fait, ce qui impose de n'attribuer à chacun que les prérogatives dont il a besoin.

Les membres d'un conseil de surveillance encourent même un risque de responsabilité envers les tiers. Ainsi, la Cour de cassation a admis, en décembre 2017, qu'un tiers ayant subi un préjudice peut valablement agir en responsabilité contre le membre d'un comité de surveillance constitué dans une SAS, s'il établit une faute intentionnelle d'une particulière gravité incompatible avec les fonctions sociales, pas constituée en l'espèce vu que les difficultés sérieuses de la société mobilisaient à juste titre toute son attention et rendaient son inertie non fautive²⁹. La modification apportée par la loi du 9 décembre 2016 à la définition de la faute de gestion devrait a priori réduire le risque des dirigeants participant à un organe de direction. Désormais, « *en cas de simple négligence du dirigeant de droit ou de fait dans la gestion de la personne morale, sa responsabilité au titre de l'insuffisance d'actif ne peut être engagée* » (C. com., art. L. 651-2). Le défaut de surveillance ne devrait donc plus pouvoir constituer une faute de gestion source de responsabilité d'un dirigeant³⁰.

26. *TGI Paris*, 7 avr. 1981, cité par J. Prieur, Ph. d'Anchald, V. Tandeau de Marsac et X. Périnne, *La responsabilité des membres des comités dans les sociétés par actions : Actes prat. ing. sociétaire 2001*, n° 56, p. 5 s., spéc. p. 8.

27. A. Bienvenu-Perrot, *Des censeurs du XIX^e siècle au gouvernement d'entreprise du XX^e siècle* : RTD com. 2003, p. 449 s.

28. *CA Paris*, pôle 8, ch. 8, 23 févr. 2016, n° 14/24308, *SA EPF Partners, SA Initiative & Finance Investissement c/ M. Dominique L.* : *JurisData* n° 2016-003275 ; *Dr. sociétés* 2016, comm. 125, note D. Gallois-Cochet.

29. Cass. com., 20 déc. 2017, n° 16-16.015 : Dr. sociétés 2018, comm. 45, note J. Heinich. ; BJS mars 2018, p. 143, note M. Germain et P.-L. Périn.

30. En ce sens, Cass. com., 5 déc. 2018, n° 17-22.011 : *JurisData* n° 2018-022301 ; *Dr. sociétés* 2019, comm. 31, note J.-P. Legros ; *BJT* 2019, n° 119, note *Th. Favario*.

C. - L'organisation du choix pour le chef d'entreprise

1° Majorités, blocages et vetos

21 - Voix prépondérantes – Blocage. – Le premier type de blocage est celui où le conseil d'administration ou de surveillance ne peut pas prendre de décisions, les votes pour égalant les votes contre. La solution classique attribue alors une voix prépondérante au président, mais encore faut-il que cela soit prévu dans une SAS, et que cela ne soit pas exclu dans les statuts d'une SA.

D'autres solutions existent, en veillant d'abord à ne pas composer le conseil « *bloc contre bloc* », avec les fondateurs d'un côté et les investisseurs de l'autre. Il est possible de faire entrer des administrateurs dits « *indépendants* », qu'il faudra soigneusement choisir pour éviter les conflits d'intérêts et garantir leur niveau de pertinence. Il est plus rare de rencontrer des clauses visant à surmonter les blocages par une escalade remontant le problème jusqu'au plus haut niveau hiérarchique des participants, ce qui paraît mieux adapté aux *joint-ventures* industrielles. La clause d'arbitrage mandatant un tiers pour trancher une question suscite des doutes : le tiers mandaté sera-t-il légitime et disposé à trancher une question relevant de la gestion de l'entreprise ? Et comment s'exécutera ensuite sa décision ?

22 - Majorités, veto et droits de vote. – Il est plus fréquent d'accepter que l'un des camps (fondateurs/dirigeants d'un côté, et investisseurs de l'autre) dispose d'une majorité reflétant plus ou moins les équilibres capitalistiques, et que l'autre camp dispose de pouvoirs renforcés de minoritaire, qui sont de plusieurs ordres :

- garantie d'un ou plusieurs sièges au conseil ;
- droit à des informations détaillées et à des expertises ou audits ³¹ ;
- droit qu'une liste de décisions importantes soit discutée au sein du conseil ;
- droit qu'une série de décisions très importantes soient décidées par une majorité renforcée comportant au moins un représentant des minoritaires.

Les blocages arrivant dans ce dernier cas portent sur des questions fondamentales pour les minoritaires (changement d'activité, investissement majeur, cession d'un actif essentiel, fusion), et les majoritaires doivent accepter de ne pas outrepasser le veto exprimé collectivement par les minoritaires. Il est plus délicat de consentir un veto à une seule personne, car le débat peut alors être teinté de plus de subjectivité : il faut accepter de ne pas avoir raison seul contre tous, que l'on soit fondateur, dirigeant ou investisseur...

Bien que peu fréquents, les droits de vote multiple (une action est attachée non pas à un droit de vote mais à 2, 5 ou 10) peuvent être discutés. Ils sont attachés en droit à des actions de préférence (*C. com.*, art. L. 228-11). Ils peuvent se recommander des plus hauts exemples comme Facebook – Meta et Google – Alphabet, mais outrepassent la règle traditionnelle « une action = une voix » et sont difficiles à faire accepter par les investisseurs, qui penseront que la vraie légitimité du dirigeant est de se rendre indispensable.

2° Comment se prémunir du risque de perte de la qualité de dirigeant ?

23 - Irrévocabilité. – Les montages organisant l'irrévocabilité d'un dirigeant ou organisant sa succession se trouvent le plus souvent dans les sociétés familiales ; par extension, un groupe

31. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 4, n° 16 et 17.

familial acceptant l'entrée d'un investisseur minoritaire peut lui faire comprendre que ces clauses sont du meilleur intérêt de la société et de ses actionnaires. Pour autant, ces montages connaissent des limites, entre abus de majorité ou de minorité, paralysie et remise en cause en cas de refinancement³².

24 - Conditions et conséquences de la révocation. – Selon les équilibres de majorité, le risque d'être révoqué des fonctions de dirigeant peut être absent, lointain ou permanent. L'exigence d'un juste motif, dont l'absence déclencherait un droit à indemnisation, n'est pas une panacée : d'une part, cette notion est vague et donc échappe aux prévisions ; d'autre part, si l'indemnisation due reste indéterminée, il faut s'en remettre à l'aléa judiciaire. Il vaut mieux conclure une convention entre la société et le dirigeant, approuvée par les associés et permise selon les statuts³³, fixant les conditions de révocation et précisant les montants payables selon les cas ; on y exclut souvent toute indemnité en cas de faute lourde (voire grave). Cela permet également de gérer la mise en place des garanties de perte d'emploi du dirigeant (GSC) ainsi que les clauses de non-concurrence, elles-mêmes rémunérées mais pouvant être désactivées. Par ailleurs, le dirigeant reste protégé en cas de révocation menée sans respecter le principe de loyauté, ou entachée de circonstances abusives portant atteinte à son honneur ou à sa réputation³⁴.

3° Comment se prémunir du risque de perte de la qualité d'associé ?

25 - Sortie du capital et cessation des fonctions. – L'*affectio societatis* particulier se créant autour d'une opération de capital-investissement, qui rassemble en tant qu'associés investisseurs, fondateurs, dirigeants et salariés, supporte mal que demeure dans ce cercle un dirigeant ou salarié n'exerçant plus de fonctions dans le groupe et donc ne participant pas à la création de valeur. Telle est la justification des clauses permettant de racheter les actions de cette personne, lors de son départ. Toutefois, elles ne sont pas automatiques, et elles ne permettent généralement pas au partant de revendre lui-même ses actions, faute d'une liquidité organisée. Les actions ainsi récupérées pourront être recédées au remplaçant, partagées entre l'équipe ou récupérées par les investisseurs, selon un ordre de préférence à déterminer.

26 - Organisation juridique. – Ces clauses de rachat peuvent être statutaires : elles seront dans ce cas fondées sur l'article L. 227-15 du Code de commerce autorisant dans les SAS les clauses de cessions forcées. Elles sont plus souvent intégrées dans les pactes d'associés et empruntent alors la nature d'une promesse de cession conditionnelle, déclenchable par les autres associés ou certaines catégories d'entre eux. Les questions de paramétrage sont nombreuses : cas de déclenchement, nombre d'actions concernées, ordre de préférence et, bien sûr, prix.

Ces clauses sont valables, quoiqu'elles soient parfois attaquées sous l'angle de leur caractère supposément potestatif et donc contraire à l'article 1170 du Code civil. Mais si la révocation est décidée par les organes de la société, le rachat est déclenché par un ou plusieurs associés ; même si l'associé en question est

majoritaire et a donc participé à la décision de l'organe social, la réalisation de la condition ne dépend pas de la seule volonté du créancier de l'obligation, mais de circonstances objectives susceptibles d'être contrôlées judiciairement. Ce qui a conduit encore récemment la Cour de cassation à écarter la critique de la potestativité, en relevant que la promesse de vente s'appliquant en cas de révocation pour juste motif, la condition n'était pas au seul pouvoir de l'associé majoritaire³⁵.

27 - Bad leaver. – La qualification des cas de départ est souvent retenue comme une cause de différenciation du prix et parfois également du nombre d'actions devant être vendues. On distingue les *bad leavers* (démission volontaire, révocation pour faute lourde ou grave) des *good leavers* (raison de santé ou décès, retraite, autres cas de révocation). La détermination du prix va du nominal³⁶ à un prix de marché qui sera soit calculé sur la base d'une formule, soit laissé à l'accord entre les parties ou encore fixé par expertise au cas où elles ne parviennent pas à se mettre d'accord³⁷.

3. La répartition de la valeur

28 - La répartition de la valeur, au cœur du capital-investissement. – Après avoir donné un aperçu des instruments utilisés dans les financements de capital-investissement, il convient de présenter plus en détail les mécanismes utilisés pour ajuster le prix de l'investissement ou, autrement dit, la part respective des différentes catégories d'associés dans le capital de la société, avant ou juste au moment de la cession de la société ou d'un nouveau tour de table. Peu importe ici la nature de ce nouveau tour de table. Il peut s'agir aussi bien d'une cession par les investisseurs seulement, d'une cession par tous les associés à une nouvelle holding regroupant les fondateurs/dirigeants et de nouveaux investisseurs (*LBO* secondaire), voire d'une introduction en Bourse donnant lieu à la sortie partielle ou différée des investisseurs. L'important est qu'un ou plusieurs investisseurs, ayant porté leur participation pendant un cycle d'investissement, sortent et réalisent cette participation à un prix qui va définir leur plus ou moins-value.

Or, comme on l'a vu³⁸, l'essence des montages de capital-investissement est de faire les comptes à la fin ou, autrement dit, de réajuster les parts de capital et donc la valeur de sortie en fonction des accords conclus lors de l'entrée dans la société, permettant à chacun d'aligner ses perspectives. Avant la sortie, ou avant un nouveau tour de financement en matière de capital-innovation, la répartition du capital n'est qu'indicative sur la répartition de la valeur. Avant d'envisager la répartition de la valeur entre les actionnaires et les managers, il convient d'envisager la place des salariés.

A. - Le partage de la plus-value au bénéfice des salariés

29 - Alignement des intérêts. – Notons que les discussions sur les mécanismes d'intéressement des dirigeants et salariés ont évolué ces dernières années. L'opération de capital-investissement est en effet l'occasion de mettre en place un dispositif adapté pour assurer un alignement d'intérêts entre les

32. Pour une analyse des clauses d'irrévocabilité dans les SAS, V. M. Germain et P.-L. Périn, *SAS – La société par actions simplifiée – Études – Formules* : Joly éd. Lextenso, 2016, n° 567-2.

33. Il convient de faire attention à la contradiction entre une clause des statuts interdisant toute indemnisation et l'engagement pris à l'égard du président d'une SAS lui garantissant une indemnisation : même approuvé par les associés, cet accord ne peut pas s'appliquer : CA Paris, 18 févr. 2021, n° 20/00654 : *JurisData* n° 2021-001938.

34. Pour une revue de la jurisprudence récente en la matière, V. CA Paris, 7 sept. 2021, n° 19/18733 : *JurisData* n° 2021-017684 ; *Rev. sociétés* 2022, p. 37, note P.-L. Périn.

35. *Cass. com.*, 22 sept. 2021, n° 19-23.958 : *Dr. sociétés* 2022, comm. 1, note R. Mortier ; *BJS* déc. 2021, p. 17, note C. Barillon.

36. *Cass. com.*, 6 mai 2014, n° 13-17.349 : *JurisData* n° 2014-009101, validant une promesse de cession à une valeur nominale de 1 € ; *Dr. sociétés* 2014, comm. 182, note R. Mortier ; *JCP E* 2014, 1317, note B. Dondero.

37. V. S. Schiller et D. Martin, *Guide des pactes d'actionnaires et d'associés* : LexisNexis, 2022, n° 404.

38. V. *Actes prat. strat. patrimoniale* 2022, n° 1, dossier 3, n° 12.

différents acteurs et permettre un partage de la création de valeur.

Parmi les mécanismes prévus par la loi française, et au-delà des dispositifs traditionnels liés à la mise en œuvre d'accord de participation ou d'intéressement, l'actionnariat salarié dont l'émission d'actions gratuites ou la mise en place de plan d'épargne entreprise, relevons les mesures introduites par la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (loi Pacte) concernant le partage de la plus-value.

En dehors des dispositifs légaux, une attention particulière sera portée aux précisions apportées par la jurisprudence administrative en matière de requalification en traitements et salaires de certains gains résultant de l'attribution et/ou l'exercice d'options, bons de souscription en actions (BSA) ou autres instruments.

Conseil pratique : « Partage de la plus-value : une innovation de la loi Pacte à l'initiative des actionnaires pour fidéliser les salariés de l'entreprise »

Par France Invest

Parmi les mesures de partage de la valeur portées par la loi Pacte, une innovation favorise la fidélisation des salariés en partageant avec eux une partie de la plus-value de cession des titres de l'entreprise à l'initiative du ou des actionnaires. Les dispositions régissant le partage de la plus-value ont été codifiées aux articles L. 23-11-1 à L. 23-11-4 du Code de commerce³⁹.

De quoi s'agit-il ? – Le partage de la plus-value est un mécanisme juridique reposant sur un acte volontaire (un « Engagement ») d'un ou plusieurs actionnaires (familiaux, financiers ou industriels) en vue de partager, à l'issue de la cession ou du rachat de titres, une partie de la plus-value avec l'ensemble des salariés de l'entreprise. L'« Engagement » du ou des actionnaires prend la forme d'un contrat conclu avec l'entreprise. À la suite de la cession des titres, le ou les actionnaires adressent le montant issu du partage de la plus-value des titres à l'entreprise, à charge pour cette dernière de répartir les sommes sous la forme d'un abondement à l'ensemble des salariés dans le Plan d'Épargne Entreprise (« PEE »). L'entreprise déduira de ces sommes les charges fiscales et sociales que le transfert engendre. Notons que les sommes issues du partage de la plus-value ne peuvent excéder 10 % du montant de plus-value (y compris du complément de prix). En outre, ce mécanisme n'implique pas de solidarité entre l'entreprise et le ou les actionnaires qui se sont engagés et n'impose aucune contrainte pour les autres actionnaires qui n'auraient pas souhaité participer à cet « Engagement ». Ce mécanisme permet donc aux salariés de percevoir des plus-values dans un cadre connu et apprécié d'un PEE sans pour autant détenir les titres de l'entreprise. C'est en ce sens que cet « Engagement » crée un lien entre les actionnaires engagés et les salariés qui ont contribué par leur travail à la création de valeur de l'entreprise. L'« Engagement » de partage de la plus-value peut concerner toute entreprise, quelle que soit sa taille ou quel que soit son pays d'origine. Il peut également concerner un groupe de sociétés. Ainsi, lorsque la société concernée contrôle, directement ou indirectement, une ou plusieurs entreprises, l'ensemble de leurs salariés bénéficie de l'engagement de partage de la plus-value.

Clauses encadrant l'« Engagement » du ou des actionnaires. – L'article L. 23-11-3 du Code de commerce précise quelles sont les clauses et modalités de répartition entre les salariés des sommes résultant de l'« Engagement ». Il est prévu pour une durée minimale de 5 ans. Il mentionne notamment le champ d'application, les modalités de calcul des sommes rétrocédées tenant compte de

l'évolution de la valeur des titres cédés entre leur jour d'acquisition et le jour de cession ou de rachat, les conditions d'information des salariés ou encore les modalités du règlement des différends qui pourraient survenir. La durée minimale entre la date de conclusion du contrat et la date de cession des titres ne peut être inférieure à 3 ans.

Ensemble des salariés bénéficiaires du mécanisme de partage de la plus-value. – Les salariés bénéficiaires du partage de la plus-value sont l'ensemble des salariés présents dans la ou les sociétés visées par le partage de la plus-value pendant tout ou partie de la période comprise entre la date de signature de l'« Engagement » et la date de la cession des titres de la société concernée et qui sont adhérents au Plan d'Épargne Entreprise au jour de cette cession.

Toutefois, l'article L. 23-11-3 du Code de commerce prévoit deux conditions pour l'éligibilité des salariés au partage de la plus-value :

- d'une part, une condition de présence dans l'entreprise pendant tout ou partie de la période comprise entre la date de signature de l'« Engagement » et la date de la cession des titres de la société concernée. Des précisions sont apportées sur les périodes assimilées à des périodes de présence en cas de congés maternité ou en cas de suspension du contrat de travail, en cas d'accident du travail ou de maladie professionnelle au sens du droit du travail ;

- d'autre part, une condition d'ancienneté dans l'entreprise pendant la période couverte par l'« Engagement ». L'ancienneté requise ne peut être ni inférieure à 3 mois, ni supérieure à 2 ans.

Notons que les anciens salariés ayant quitté l'entreprise et toujours adhérents au PEE sont susceptibles de bénéficier du partage de la plus-value.

Régime applicable aux sommes issues du partage de la plus-value. – Elles peuvent être réparties par l'entreprise en tant qu'employeur entre les salariés bénéficiaires :

- soit de manière uniforme ;

- soit de manière proportionnelle à la durée de présence dans l'entreprise concernée au cours de la période entre la date de signature de l'« Engagement » et la date de cession des titres ;

- soit encore de manière proportionnelle aux salaires.

Après la cession de tout ou partie des titres détenus par le ou les actionnaires, le montant correspondant au partage de la plus-value est versé dans un délai d'un mois à compter de la date de la cession ou, le cas échéant, à compter de la date de perception d'un complément de prix afférent à cette cession, par le ou les détenteurs de titres cédés à l'entreprise selon les modalités fixées par l'« Engagement ».

Les sommes à répartir au titre du partage de la plus-value sont versées dans le PEE sous forme d'abondement par l'entreprise, abondement net des sommes que l'entreprise doit prélever pour l'acquittement des charges fiscales et sociales induites. Les sommes à répartir dans les comptes de l'entreprise sont insaisissables et incessibles.

L'abondement est soumis à un forfait social en fonction du nombre de salariés de l'entreprise : 0 % pour les entreprises de moins de 50 salariés et, au-delà, 20 % déduit du montant versé au titre de l'abondement. Il alimente le PEE et est donc soumis aux mêmes règles que les sommes allouées dans ce PEE (durée de détention obligatoire de 5 ans, sauf en cas de cas de déblocage anticipé). Fiscalement, du point de vue de l'actionnaire cédant, qu'il soit soumis à l'impôt sur les sociétés ou à l'impôt sur le revenu, les sommes à répartir viennent en diminution du montant des plus-values constatées par le ou les actionnaires et sortent donc du calcul des plus-values de cession de ce ou ces mêmes actionnaires. Enfin, les sommes à répartir sont exonérées des droits de mutation.

39. www.legifrance.gouv.fr/codes/section_lc/LEGITEXT000005634379/LEGISCTA000038525810/#LEGISCTA000038525810.

Du point de vue des salariés bénéficiaires, les versements liés au partage de la plus-value sont soumis au même régime social et fiscal que les versements des entreprises au titre de l'abondement dans le PEE. En tout état de cause, l'abondement versé à chaque salarié bénéficiaire au titre du partage de la plus-value ne peut excéder 30 % du plafond annuel de la sécurité sociale (PASS). Compte tenu du montant du PASS fixé au 1^{er} janvier 2022⁴⁰, le montant de l'abondement issu du partage de la plus-value versé par l'entreprise à chaque salarié bénéficiaire correspond à 12 340 € maximum par salarié. Si le montant versé par l'entreprise au titre du partage de la plus-value excède 30 % du PASS, les sommes excédentaires sont versées directement au salarié bénéficiaire et constituent un revenu d'activité au sens du Code de la sécurité sociale, et donc imposable à l'impôt sur le revenu.

Un retour d'expérience positif. – D'ores et déjà, plusieurs actionnaires financiers ont adopté ce mécanisme. Leur retour d'expérience est positif pour quatre raisons essentielles :

- la simplicité et la facilité de mise en place du mécanisme. Ce mécanisme comprend un engagement contractuel du ou des actionnaires conclus avec l'entreprise et un dispositif d'épargne salariale via un PEE ;
- la compréhension de ce mécanisme par les salariés est facilitée par l'alimentation du PEE par un abondement de l'entreprise et dont le mode de fonctionnement est bien connu des salariés. De surcroît, il n'y a pas de mise de fonds requise de la part des salariés ni une obligation de détention de titres de leur part ;
- l'ouverture d'un dialogue avec les salariés, mené par le dirigeant de l'entreprise, au moment de l'arrivée de nouveaux actionnaires ce qui a pour effet de mieux associer les intérêts des salariés avec ceux des actionnaires ;
- la sécurité juridique du mécanisme est également un point clé. Le partage de la plus-value est un mécanisme fixé par le législateur et régi par des textes législatifs spécifiques.

Les premiers débouclages de ces engagements donnant lieu à partage de la plus-value devraient intervenir dans les mois à venir.

B. - Les mécanismes d'ajustement avant la sortie

1° En cas d'augmentation de capital : le ratchet du capital-innovation

30 - Utilisation du ratchet dans le capital-innovation. – Dans les start-ups, le ratchet est conçu dans le sens inverse du LBO⁴¹ : l'ajustement de la part du capital porte sur la participation des investisseurs. La part des autres associés (fondateurs, dirigeants, salariés, autres investisseurs ne bénéficiant pas du ratchet) se trouve diluée par l'augmentation de la part des investisseurs. L'idée économique est d'inviter les investisseurs d'un nouveau tour à accepter une valorisation élevée de la société et donc à payer un prix par action nouvelle élevé et sans commune mesure, à vrai dire, avec l'état présent des projets de la société. Ce pari sur l'avenir fonctionnera si la valorisation de la start-up continue à croître lors des tours de financement suivants. Mais les investisseurs ne peuvent pas être les seuls impactés si cette valeur baisse lors d'un prochain tour.

Exemple où la valeur nominale d'une action est de 0,10 €, la clause de **ratchet vise à corriger les mouvements suivants** :

- les Fondateurs souscrivent 10 000 actions à 0,10 € ;

- les premiers investisseurs (*friends & family*) souscrivent 5 000 actions à 10 €, sans ratchet ;
- les investisseurs de Série A souscrivent 5 000 actions à 100 €, avec ratchet ;
- les investisseurs de Série B souscrivent 10 000 actions à 50 € (tour décoté).

On le voit, seuls les investisseurs A subissent une moins-value latente du fait du tour de Série B. Dès lors, pour corriger cet effet, le ratchet leur permet d'aligner leur prix de revient moyen sur le prix de la Série B (*full ratchet*) ou sur une moyenne de prix tenant compte des différentes opérations (*weighted average ratchet*). Pour corriger pleinement cet effet (*full ratchet*), il convient de ramener le prix de revient d'une action de Série A de 100 à 50 €, ce qui peut se faire en multipliant par 2 le nombre d'actions des investisseurs de Série A (de 5 000 à 10 000 actions dans notre exemple).

31 - BSA ratchet ou actions convertibles. – Pour arriver à cet effet, on peut procéder de plusieurs manières. Les plus utilisées sont :

- le BSA attaché aux actions de Série A : l'exercice du BSA, déclenché par la réalisation du tour décoté, permet de souscrire un nombre N d'actions nouvelles permettant de s'ajuster au prix décoté, selon la formule suivante :

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

Où :

N est le nombre total d'actions exerçable par BSA

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

P_f est la nouvelle valeur de l'action de l'opération dilutive, prime d'émission incluse

P_n est la valeur nominale de l'action ;

- l'action de préférence convertible : l'action de Série A dispose du droit particulier de se convertir en un plus grand nombre d'actions de Série A ou ordinaires, selon le cas, selon une formule proche de la précédente :

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

Où :

C est le taux de conversion

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

P_{in} est le prix de souscription du nouvel investisseur déclenchant le ratchet

La différence entre les deux formules tient compte du fait que l'exercice du BSA nécessite l'émission de nouvelles actions, pour un prix minimal égal à leur valeur nominale (*C. com., art. L. 225-128*), ce qui représente un investissement supplémentaire dont on doit tenir compte dans l'économie du système. La conversion des actions a l'avantage de permettre une libération de cette valeur nominale par prélèvement sur les réserves (primes d'émission précédemment apportées) ; son second avantage pour les investisseurs est de pouvoir se répéter, alors qu'un BSA est à usage unique.

Le *Guide des bonnes pratiques* du capital-innovation, édité en 2001 et en 2019 par l'association France Invest⁴², donne un ensemble complet de formules et d'exemples sur ces mécanismes de ratchet.

40. Le plafond annuel de la Sécurité sociale pour 2022, identique à celui de 2021, s'établit à 41 136 € ; A. n° SSAS2137621A, 15 déc. 2021, portant fixation du plafond de la sécurité sociale pour 2022 : JO 18 déc. 2021, texte n° 122.

41. V. Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 2, n° 1.

42. www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2021/03/France-Invest-Guide-du-capital-innovation-2019.pdf. Édition coordonnée par P.-L. Périn et F. Vassaux d'Azémar de Fabrègues.

2° Relution des dirigeants et salariés

32 - Droits d'accès au capital réservés aux dirigeants et salariés. – Le capital-investissement est fondé sur l'association au capital des équipes actives au sein de la société, en tant que dirigeants ou salariés. La plupart des opérations comprennent donc un volet d'accès au capital, soit par les « *management packages* » présentés ci-dessous, soit par des mécanismes d'intéressement plus classiques, définis par la loi, qui sont présentés ici :

- bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE) : le capital-innovation bénéficie du grand avantage de disposer d'un régime légal et fiscal sûr et avantageux pour l'intéressement au capital des dirigeants et salariés, grâce aux BSPCE définis à l'article 163 bis G du CGI, soumis à certaines conditions et notamment à ce que la société ait moins de 15 ans et soit détenue pour au moins 25 % par des personnes physiques ;

- pour les sociétés ne pouvant pas émettre de BSPCE, il reste les deux mécanismes de droit commun que sont les options de souscription ou d'achat d'actions (*C. com.*, art. L. 225-177 s.) et les attributions gratuites d'actions (*C. com.*, art. L. 225-197-1 s.). Leur régime moins attractif les rend moins populaires dans le capital-investissement, d'autant que des contraintes telles que la période minimale de 2 ans entre l'attribution et la libre disposition des actions gratuites peut compliquer les sorties rapides.

Ces instruments ont deux applications principales : d'une part, ils permettent d'associer sans mise de départ des salariés et dirigeants, notamment ceux qui rejoignent la société ; d'autre part, ils permettent de récompenser l'atteinte d'objectifs déterminés en fonction du business plan, par la remontée au capital des dirigeants.

3° Répartition des revenus (dividendes)

33 - Distributions de dividendes : l'exception du capital-développement. – La distribution de dividendes et leur répartition ne sont pas un sujet majeur dans un grand nombre de montages de capital-investissement. D'une part, les start-ups ne dégagent pas de profit avant que leur business model atteigne la maturité, ce qui prend souvent du temps et, en tout état de cause, la valorisation de la société est entièrement décorrélée de sa capacité distributrice. D'autre part, les LBO supposent un financement partiel par la dette, et les contrats de crédit interdiront toute distribution de dividende aux associés, avant le remboursement de cette dette.

C'est dans les montages de capital-développement que le sujet se posera le plus fréquemment : les fondateurs voudront préserver une capacité de distribution, et les investisseurs pourront considérer que si la société dégage des surplus importants, il est souhaitable qu'elle les désintéresse progressivement. Tous les cas où la société se trouvera en mesure de distribuer des dividendes, de racheter ses actions ou de réaliser tout autre type de distribution de réserves seront pris en compte dans le calcul des TRI ou des clauses de préférence.

34 - Limites légales. – Les clauses de préférence dans la distribution de dividendes sont permises : premier dividende ou dividende prioritaire, dividende majoré, droits aux résultats d'une branche d'activité ou d'une filiale (*C. com.*, art. L. 228-13). Ces droits particuliers seront en principe attachés à des actions de préférence (*C. com.*, art. L. 228-11 s.). Demeurent prohibées les clauses d'intérêt fixe (stipulation d'un intérêt payable à un associé même en l'absence de bénéfices ou de réserves libres), qui sont réputées non écrites (*C. com.*, art. L. 232-15), ainsi que les dividendes fictifs (*C. com.*, art. L. 242-6)⁴³.

Ces clauses sont permises à condition de ne pas devenir léonines, c'est-à-dire de ne pas attribuer à un associé la totalité du profit ou de l'exonérer de la totalité des pertes, ou, à l'inverse, d'exclure un associé totalement du profit ou de mettre à sa charge la totalité des pertes (*C. civ.*, art. 1844-1, al. 2). Ces clauses léonines peuvent exister dans des montages de capital-investissement, mais cette critique ne devrait pas s'appliquer aux montages qui réservent selon les circonstances une part même réduite à chacun des associés⁴⁴. À cet égard, les clauses de répartition préférentielle du prix de cession des actions réservant une priorité aux investisseurs, très pratiquées dans les montages de capital-innovation, prennent certaines précautions qui devraient les tenir immunes du risque d'être qualifiées de clauses léonines⁴⁵.

35 - Vote des distributions. – Il faut se préoccuper du mode de décision et des vetos éventuels : dans certains cas, la simple majorité à l'assemblée ordinaire annuelle devra être renforcée ou accompagnée d'un droit de veto d'une certaine catégorie d'actions ; dans d'autres cas, il faudra organiser un vote en faveur d'une distribution. Ce dernier cas est le plus délicat à organiser : d'une part, il va de soi qu'une distribution n'est possible que si la loi le permet, c'est-à-dire s'il existe des profits ou des réserves distribuables ; d'autre part, on ne peut stipuler à l'avance une distribution automatique des profits, car une telle convention de vote serait prohibée. Il est nécessaire que les associés conservent le droit d'apprécier si la distribution est justifiée ou non, dans l'intérêt social, et en prenant en compte la situation au moment de la décision ainsi que les perspectives⁴⁶. On peut néanmoins prévoir des clauses indiquant un principe général de distribution, à hauteur d'un certain pourcentage, sans lier les votes futurs : l'intérêt d'une telle stipulation peut être de faciliter la preuve d'un abus de majorité ou de minorité de la part des associés votant contre une distribution, voire de poursuivre l'exécution forcée de la convention (*C. civ.*, art. 1221)⁴⁷.

C. - Les mécanismes d'ajustement à la sortie de l'investisseur

1° Capital-innovation : priorité pour les investisseurs lors de la sortie (liquidation préférence)

36 - Répartition préférentielle du prix en cas de cession. – Les montages de capital-innovation se caractérisent par des différences parfois considérables entre les prix de revient des actions, selon le type d'actionnaires, et le moment de leur entrée au capital. Dès lors, les risques sont inégalement répartis et les perspectives de gain sont très différentes, ce qui crée des désalignements d'intérêts pouvant être très fâcheux : dans certaines zones de valorisation de l'entreprise, proposées par un tiers acquéreur, certains seront assurés d'un gain alors que d'autres réaliseront une perte. Cela peut bloquer toutes les sorties envisageables, parfois au détriment de l'entreprise elle-même.

Les droits préférentiels fondés sur la répartition du prix de sortie sont dès lors une nécessité pour réaligner les intérêts et lisser les risques, en évitant la démotivation des acteurs n'ayant plus de

44. V. M. Germain et D. Marcheteau, *La pratique du capital-risque : Actes prat. ing. sociétaire 2016*, n° 86, dossier 2.

45. V. P.-L. Périn et F. Vassaux d'Azémar de Fabrègues (coord.), *Guide des bonnes pratiques du capital-innovation : France Invest, 2019*, p. 65 : www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2021/03/France-Invest-Guide-du-capital-innovation-2019.pdf.

46. V. S. Schiller et D. Martin, *Guide des pactes d'actionnaires et d'associés : LexisNexis, 2022*, n° 448. – Comp. J. Heinrich, H. Lécuyer et J. Mestre, *Les pactes d'affaires : LGDJ, coll. Les Intégrales, 2021*, n° 59 sur les conventions portant sur le vote et n° 65 sur les clauses de garantie de dividendes.

47. V. S. Schiller et D. Martin, *Guide des pactes d'actionnaires et d'associés : LexisNexis, 2022*, n° 448.

43. Emprisonnement de 5 ans et amende de 375 000 €.

perspective de gain. Le traitement de cette disparité se fait par des clauses de répartition des montants distribués aux différents associés lors de leur sortie, en cas de cession (cas le plus fréquent), mais aussi de fusion ou de liquidation de la société (d'où le nom de *liquidation preference* rappelant l'origine américaine de ces montages). *In fine*, la répartition du prix de cession de la société ne sera pas nécessairement proportionnelle à la répartition du capital⁴⁸. Ces droits particuliers sont attachés aux actions des investisseurs et peuvent avoir une nature statutaire ou contractuelle (pacte d'associés).

Ces mécanismes sont usuellement fondés sur des rangs de priorité de récupération du montant investi, les derniers entrés étant servis les premiers (« *last in first out* »). Il convient de prêter attention aux ajustements des formules (réserves ou *carve-out*, multiples, rattrapages). Il arrive que ces droits ne jouent que dans certaines zones de prix (plutôt basses) et soient neutralisés lorsque les prix comblent les attentes de tous.

2° Modalités d'investissement pour le chef d'entreprise

37 - **Trois possibilités.** – Fondamentalement, il n'existe, d'un point de vue financier, que trois types d'investissement pour le dirigeant d'entreprise : l'investissement dit *pari passu*, l'investissement en *sweet equity* et l'investissement en *ratchet*.

38 - ***Pari passu*.** – L'investissement dit *pari passu* correspond à un investissement qui permet au chef d'entreprise et à son équipe de réaliser le même retour sur investissement que l'investisseur financier, leur risque et leur espérance de gain sont identiques. Un tel profil économique résulte habituellement en un investissement réalisé dans les mêmes valeurs mobilières que l'investisseur financier et ce dans les mêmes proportions que ce dernier. De manière simplifiée, un tel investissement permet à l'investisseur de bénéficier d'un pourcentage fixe de la valeur des fonds propres quelle que soit la performance économique de l'opération.

39 - ***Sweet equity*.** – L'investissement en *sweet equity* consiste à investir dans un instrument subordonné à une ou plusieurs autres catégories de titres qui seront prioritaires mais dont le rendement sera plafonné. Il s'agit en réalité d'un effet de levier financier classique appliqué non pas *via* une dette à proprement parler mais *via* l'émission d'un instrument de capital ou de quasi-capital prioritaire générant un effet de levier similaire à celui d'une dette. Dans ce cas de figure, la proportion des fonds propres dont bénéficiera l'investisseur sera variable, cette proportion étant nulle si la valeur en sortie des fonds propres est inférieure ou égale à la valeur des instruments prioritaires et des intérêts (parfois capitalisés) non payés. À l'inverse, dès lors que la valeur des fonds propres sera supérieure à la valeur des instruments prioritaires et de leurs intérêts, le souscripteur d'instruments *sweet equity* bénéficiera d'une proportion de la valeur des fonds propres supérieure à la proportion investie dans les fonds propres, créant un effet de levier. Les facteurs ou leviers de la négociation seront limités, d'une part, au coût financier des instruments prioritaires (souvent communément appelé *hurdle* en finance), et, d'autre part, à la proportion des instruments subordonnés détenue par l'investisseur concerné.

40 - ***Ratchet*.** – L'investissement dit *ratchet* correspond à une option dont la valeur dépend d'un ou plusieurs critères de perfor-

mance économique dont la réalisation ou le degré de réalisation permet de capter/bénéficier d'une partie de la valeur des fonds propres.

Ce mécanisme optionnel offre une grande souplesse concernant aussi bien :

- les critères de performance : il peut s'agir traditionnellement de critères de TRI ou de multiple sur les fonds propres investis mais également de critères d'*EBITDA* ou de *cash flow* ou tout autre agrégat financier pertinent ; que

- le calcul de quote-part des fonds propres revenant aux instruments dit *ratchet* : % des fonds propres, % de la plus-value, % de la plus-value marginale au-delà de X % de TRI/Yx de Multiple...

Les supports juridiques sont également très variés allant d'accords purement contractuels tel un *call option* (promesse de vente) à des instruments financiers émis tels que des bons de souscription d'action, des actions de préférence ou des instruments financiers soumis à un cadre réglementaire spécifique tels que des stock-options, des BSPCE, des actions attribuées gratuitement...

41 - **Critères de choix.** – En fonction des circonstances, deux ou trois de ces mécanismes seront utilisés de manière cumulative.

Le premier facteur de choix est lié au profil économique. En effet, en fonction du quantum investi par le chef d'entreprise et son appétence au risque, sa proportion d'investissement en *pari passu* sera réduite ou augmentée. Par ailleurs, l'adaptabilité du *ratchet* quant à la multiplicité des critères de performance et la souplesse de la méthodologie de calcul de la valeur captée par les instruments dit *ratchet* en font bien souvent un instrument privilégié.

En revanche, un second facteur lié aux enjeux fiscaux est tout aussi fondamental pour le chef d'entreprise et son équipe dirigeante. L'appréciation de ce facteur dépend tout d'abord du lieu de résidence fiscale du chef d'entreprise et de son équipe. Dans l'hypothèse de résidences fiscales impliquant différents pays, il est assez courant que les recommandations ne soient pas similaires, voire s'avèrent contradictoires. Concernant l'environnement français, il convient de distinguer deux objectifs distincts, le premier pour limiter le risque de requalification du gain réalisé sur un investissement de plus-value en traitement et salaire et le second pour optimiser le gain réalisé au-delà du régime des plus-values classiques. Faute de texte spécifique sur ces mécanismes en France, et ce, contrairement à la majorité des pays dans lesquels le *private equity* est mature, la jurisprudence française est malheureusement changeante et, depuis les décisions du Conseil d'État du mois de juillet 2021⁴⁹, particulièrement défavorable sur le volet du risque de requalification. Ces différentes jurisprudences se focalisent sur des structurations de type *ratchet*. Par conséquent, il est aujourd'hui vivement recommandé par les praticiens de structurer un *ratchet* par l'attribution d'actions gratuites de préférence ou des BSPCE lorsque cela est possible au lieu d'instruments souscrits en cash.■

Mots-Clés : Capital investissement - Chef d'entreprise - Capital investisseur

48. Pour une présentation complète des mécanismes de préférence, avec des exemples, V. P.-L. Périn et F. Vassaux d'Azémar de Fabregues (coord.), *Guide des bonnes pratiques du capital-innovation : France Invest*, 2019, p. 70. – Pour une analyse juridique de ces clauses, V. K. Noël et O. Edwards, *Les clauses de liquidation préférentielle : contours d'une pratique* : Actes prat. ing. sociétaire 2010, n° 109, 1, p. 42.

49. CE, 13 juill. 2021, n° 428506 : *JurisData* n° 2021-011431 ; *Dr. sociétés* 2021, comm. 141, note J.-L. Pierre ; *RFP* 2021, comm. 19, note O. Janoray et J.-E. Delsol ; *JCP S* 2021, 1257, note Fr. Wismer et J. Serrier. – CE, 13 juill. 2021, n° 435452 : *JurisData* n° 2021-011430 ; *Dr. sociétés* 2021, comm. 141, note J.-L. Pierre ; *RFP* 2021, comm. 19, note O. Janoray et J.-E. Delsol ; *JCP S* 2021, 1257, note Fr. Wismer et J. Serrier. – CE, 13 juill. 2021, n° 437498 : *JCP S* 2021, 1257, note Fr. Wismer et J. Serrier ; *RFP* 2021, comm. 19, note O. Janoray et J.-E. Delsol. Les gains tirés de ces dispositifs doivent être imposés comme des « traitements et salaires » et non comme des « plus-values de cession de valeurs mobilières », si les salariés en ont bénéficié en contrepartie des fonctions qu'ils exercent dans l'entreprise.