

2 Les préalables à 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-
sissement – 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. - IDENTIFICATION DE L'INVESTISSEUR EN FONCTION DE L'OPÉRATION

2. - PROTOCOLES PRÉLIMINAIRES ET LETTRE D'INTENTION

- A. - Prise de contact
- B. - Accord de confidentialité
- C. - Lettre d'intention
- D. - Due diligence
- E. - Diligences en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux
- F. - Pre-closing

3. - CONSTITUTION D'UNE SOCIÉTÉ HOLDING

4. - LA CONTRAINTE ISSUE DE L'ÉVENTUELLE MISE EN PLACE D'UN PACTE DUTREIL

5. - LA PRISE EN COMPTE DU CARACTÈRE INTERNATIONAL DE L'OPÉRATION

- A. - Un investisseur financier étranger
- B. - Une structuration de la transaction *via* des structures étrangères
- C. - Le développement international de l'entreprise

– Les fonds d'investissements sont très divers et il convient de choisir la forme adaptée de capital-investissement en fonction de l'opération. La phase préliminaire, ainsi que la conclusion de certains actes (engagement de confidentialité, lettre d'intention, exclusivité), sont des étapes préalables nécessaires afin que le chef d'entreprise et le capital-investisseur construisent un projet ensemble et en confiance.

– De plus, la constitution d'une société holding est souvent nécessaire et revêt une grande utilité. Certaines contraintes sont parfois issues de l'éventuelle mise en place d'un pacte Dutreil (régime fiscal, conciliation avec le capital-investissement...) ou du caractère international de l'opération.

1. Identification de l'investisseur en fonction de l'opération

¹ - Diverses formes de capital-investissement à choisir en fonction de l'objectif souhaité. – En réponse aux projets d'entrepreneurs de créer, développer, transmettre, reprendre, ou encore redresser une entreprise, le métier du capital investisseur s'est

adapté. Aux côtés des *business angels*¹, l'intervention du capital-investissement auprès du chef d'entreprise s'organise en fonction du stade auquel l'opération est envisagée dans la vie de l'entreprise et du projet concerné.

1. Les *business angels* sont généralement des personnes physiques, cadres d'entreprise ou anciens entrepreneurs, qui interviennent à la création ou au début de la vie de la société et investissent les premiers capitaux en permettant ainsi le démarrage de l'entreprise.

La création d'entreprise et le développement de sociétés innovantes relèvent du **capital-risque**. Il s'agit de prendre le relais des fondateurs et des *business angels* le cas échéant. L'investissement est envisagé dans le temps pour financer les différentes étapes de la croissance de l'entreprise. Plusieurs tours de table seront fixés dès l'entrée au capital des capitaux investisseurs à cet effet. Ceux-ci sont souvent amenés à s'impliquer de manière importante et continue dans le développement de la société.

Une opération de **capital développement** a pour objectif d'accompagner la croissance de l'entreprise en vue de la réalisation d'une nouvelle étape. Elle suppose que la société ait déjà atteint un certain seuil de rentabilité. Le capital-investisseur intervient le plus souvent en fonds propres (actions ordinaires ou actions de préférence) ou en quasi-fonds propres (obligations convertibles en actions) en vue d'accélérer le développement de l'entreprise. En termes de gouvernance, son intervention restera limitée.

Dans le cas où l'entreprise rencontre des difficultés, en particulier des difficultés financières, le **capital retournement** permet une intervention ciblée sur le redressement de l'entreprise. Dans ce type d'opérations, le capital investisseur s'implique particulièrement dans le processus décisionnel et dans la gouvernance de l'entreprise en vue de la relance de celle-ci.

En tant que chef d'entreprise, la question de la transmission de celle-ci représente un enjeu important pour ses actionnaires qu'ils soient familiaux, industriels ou financiers. Le **capital transmission** permet d'accompagner les sociétés suffisamment matures et en mesure d'assurer des flux de trésorerie réguliers. En effet, l'apport de fonds propres et quasi-fonds propres combiné avec la dette suppose que l'entreprise soit capable de prendre en charge les intérêts et le remboursement de celle-ci. L'implication du capital investisseur dans la gouvernance sera adaptée à l'investissement, minoritaire ou majoritaire, et aux besoins du chef d'entreprise.

À cet égard, une distinction sera faite en fonction des parties impliquées dans la reprise de la société :

- l'opération mise en œuvre par un ou des repreneur(s) déjà présents dans l'entreprise aux côtés d'un capital investisseur, visant l'acquisition d'une entreprise en recourant à l'effet de levier (*Leverage Buy Out* ou *LBO*) et l'acquisition réalisée par l'équipe dirigeante de l'entreprise (*Management Buy Out* ou *MBO*) en se basant sur un montage de type *LBO* (*Leveraged Management Buy Out* ou *LMBO*) ;

- l'opération de transmission d'un dirigeant et actionnaire majoritaire d'une partie de ses titres, restant lui-même actionnaire minoritaire aux côtés du capital investisseur (*Owner Buy Out* ou *OBO*) ;

- l'opération impliquant un repreneur tiers à l'entreprise et un capital investisseur (*Management Buy In* ou *MBI*).

2 - **Développement de l'investissement à impact**. – Par ailleurs, depuis quelques années, **l'investissement à impact** se développe en France et dans le monde, soutenu notamment par des capitaux investisseurs engagés. De tels investissements se définissent comme ceux réalisés avec l'intention de générer un impact social et/ou environnemental positif et mesurable, aux côtés d'un rendement financier². Ce type d'investissement suppose (1) une intentionnalité, la volonté de générer un bénéfice social et/ou environnemental mesurable (2) une contribution particulière et directe de l'investisseur pour permettre à l'entreprise d'augmenter l'impact net positif généré par ses activités et (3) la mesure d'impact visant l'évaluation des externalités sociales et environ-

nementales de l'investissement³. L'investissement à impact se caractérise par son exigence afin de permettre à l'entreprise de développer une nouvelle dynamique et un impact social et/ou environnemental positif.

Compte tenu de la stratégie de la Commission européenne en matière de finance durable renouvelée en 2021⁴, et des nouvelles obligations de transparence pesant sur les fonds d'investissement et leurs gérants à cet égard, la démarche devrait s'accélérer et l'investissement durable devenir un objectif pour de nombreux investisseurs en capitaux.

3 - **Sélection de l'investisseur en vue de la construction d'une relation de confiance**. – Quel que soit le segment de capital investissement concerné, et au-delà du financement apporté par le capital investisseur et des techniques utilisées, l'expertise et l'engagement du capital investisseur auprès du chef d'entreprise s'appuie sur une relation de confiance en vue de développer un partenariat actif et durable.

Pour les premiers contacts, le ou les capitaux investisseurs seront sélectionnés en fonction du projet entrepreneurial, des besoins et des caractéristiques de l'entreprise en veillant à recueillir suffisamment d'informations sur les critères d'investissement des équipes de gestion ciblées et notamment :

- leur structure : localisation régionale/nationale, effectif, véhicule gérés (FCPR, SCR, FPCI, SLP, FIP ou FCPI)⁵ ;
- leur stratégie d'investissement : capital innovation, amorçage, création/post-crédation, capital développement, capital transmission, capital retournement ;
- les montants investis (fourchette) ;
- les tranches de chiffre d'affaires des sociétés du portefeuille ;
- les zones géographiques et les secteurs d'activités des investissements ciblés.

Un certain nombre de réseaux et associations professionnelles mettent à la disposition des dirigeants des outils pour leur permettre d'identifier le ou les capitaux investisseurs adaptés à répondre à leur besoin de financement⁶.

Dans le cadre de ces démarches et selon l'opération envisagée, il peut être recommandé de se rapprocher d'un levreur de fonds, banque d'affaires ou cabinet de conseils spécialisé, en vue de se faire accompagner lors de la sélection et de la mise en relation avec un ou plusieurs investisseurs en capitaux ainsi que dans la rédaction de la documentation de présentation destinée à ces derniers.

En tout état de cause et au-delà des critères exposés ci-dessus, la sélection du capital investisseur et la construction du partenariat nécessiteront de tenir compte des dimensions humaines et stratégiques propres à contribuer à la création de valeur et à la croissance de l'entreprise.

3. France Invest et Forum pour l'Investissement Responsable (FIR), « Investissement à impact : une définition exigeante pour le coté et le non-coté », mars 2022.

4. Communication de la Commission au Parlement Européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions – Stratégie pour le financement de la transition vers une économie durable, juill. 2021.

5. Fonds commun de placement à risques (FCPR), Société de capital risque (SCR), Fonds professionnels de capital investissement (FPCI), Société de Libre partenariat (SLP), Fonds d'investissement de proximité (FIP), Fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI).

6. Citons, à titre d'exemples, les initiatives mises en place par Bpifrance, ainsi que l'annuaire regroupant l'ensemble des structures de capital investissement en France mis à disposition par France Invest. Cet annuaire permet d'identifier un ou plusieurs capitaux investisseurs en fonction d'un certain nombre de critères. Des outils sont également proposés, tel un « kit de financement » destiné aux dirigeant(e)s de PME afin de leur permettre d'appréhender les solutions de financements non bancaires et d'identifier celles qui seront adaptées au stade de développement de leur entreprise : www.franceinvest.eu/le-capital-investissement/kit-de-financement.

2. Les éléments de définition se fondent sur les travaux du Global Impact Investing Network (GIIN) : <https://thegiin.org/impact-investing/>.

4 - Pourquoi faire rentrer un investisseur dans son capital ? -

Une relation de confiance pour faire grandir, croître et se développer l'entreprise

Depuis près de 40 ans, les acteurs du capital-investissement actifs en France entrent au capital d'entreprise pour une durée déterminée en leur apportant les fonds propres nécessaires pour financer des projets de développement. Ils soutiennent, par leurs actions de financement, la création de start-up (capital-innovation), participent à la croissance et à l'innovation dans de nombreuses PME et ETI régionales (capital-développement) et contribuent à la transmission d'entreprises (capital-transmission).

Outre l'apport de capitaux, les acteurs du capital-investissement accompagnent les entreprises par leur savoir-faire et par leur expérience en matière de croissance externe, de développement à l'international, de digitalisation ou encore de maîtrise des enjeux extra-financiers. Cet accompagnement est adapté à toutes les entreprises, quelle que soit leur taille, sachant que leur dénominateur commun repose sur un projet de croissance.

Le soutien des acteurs du capital-investissement pendant la crise sanitaire, aux côtés des entrepreneurs, et dans la phase de sortie, démontre leur sens des responsabilités.

Des discussions en amont pour préparer une relation de confiance

Avant d'investir, le dirigeant d'entreprise et le capital investisseur vont engager des discussions sur le projet de croissance et mieux apprendre à se connaître. Ils vont au fur et à mesure de ces discussions construire ensemble une relation de confiance sur la période d'investissement. Ces discussions sont importantes dans la mesure où elles vont permettre au dirigeant d'aborder les points qui sont importants pour lui et lever ses éventuelles craintes, par exemple sur la perte de contrôle du pilotage de son entreprise, sur le risque de dilution de la culture familiale, sur la contrainte supposée et imposée d'un niveau d'endettement élevé, sur le *reporting* financier, sur l'incertitude quant aux conditions de sortie des fonds. Quant à l'acteur de capital-investissement, ces discussions en amont lui permettent de mieux cerner les motivations du dirigeant et les besoins sur lesquels il pourra apporter une véritable valeur ajoutée grâce à son réseau et à son expérience.

Au terme de la période de détention, le fonds va céder la participation qu'il détient. Le dirigeant sait dès le début de la relation que l'accompagnement du fonds de capital-investissement est limité dans le temps.

Contrairement aux idées reçues, le dirigeant d'entreprise peut reprendre le contrôle capitalistique de l'entreprise lors de la sortie du fonds de capital-investissement. En 2020, 16 % des opérations de désinvestissement ont été cédées au management de l'entreprise.

Croissance du chiffre d'affaires et création d'emplois

Concrètement, cet accompagnement se matérialise par la croissance de l'entreprise. Cette croissance se manifeste au travers de deux indicateurs que sont la croissance du chiffre d'affaires et la création d'emplois. Comme le démontre l'étude sur l'année 2020 de France Invest sur la croissance et la création d'emplois, la croissance annuelle moyenne de l'emploi sur 5 ans dans les entreprises accompagnées par le capital-investissement français reste plus rapide qu'au niveau global en France et dans les pays de l'OCDE. À titre d'illustration, en 2020, première année de crise sanitaire de la Covid-19, le chiffre d'affaires des entreprises de l'échantillon est en baisse de 2,6 %, contre - 5,5 % pour le PIB nominal français. En tenant compte de l'effet des croissances externes, la baisse du chiffre d'affaires n'est que de - 0,2 %, preuve qu'au-delà de la croissance organique, la croissance externe est un moyen de renforcer les sociétés accompagnées notamment en période de crise. Notons

également la belle performance des *start-ups* accompagnées qui ont eu un fort taux de croissance de leur chiffre d'affaires avec + 14,1 % sur un an.

En outre, en termes de création d'emplois, plus de 244 237 emplois ont été créés sur 5 ans (de 2015 à 2020) par les entreprises françaises accompagnées par le capital-investissement français.

Des témoignages de dirigeants d'entreprises

Des dirigeants de PME et d'ETI familiales qui ont ouvert leur capital à des fonds de capital-investissement, témoignent des *a priori* qu'ils avaient et de la réalité positive de leur expérience. Ils s'expriment sur leurs motivations, sur leurs *a priori vis-à-vis* des actionnaires professionnels et sur la manière dont ils vivent cette relation.

Ainsi, des entrepreneurs familiaux, actionnaires majoritaires de leur entreprise, qui ont ouvert leur capital à des acteurs du capital-investissement, font part de l'image *a priori* qu'ils en avaient. Ils expriment leurs craintes initiales sur la perte de contrôle du pilotage de leur entreprise, sur le risque de dilution de la culture familiale, sur la contrainte supposée et imposée d'un niveau d'endettement élevé, sur le *reporting* financier, sur l'incertitude quant aux conditions de sortie des fonds...

Guillaume Richard, PDG du groupe Oui Care, explique qu'« *il ne faut pas avoir peur d'ouvrir son capital, au contraire. Le premier ennemi de la croissance de l'entreprise, c'est le chef d'entreprise* », car l'accélération de la croissance l'oblige à chaque étape à partager, à déléguer, à organiser, à structurer et, *in fine*, à repenser son métier. Ces entrepreneurs expliquent également les raisons pour lesquelles ils ont finalement ouvert leur capital, qu'il s'agisse d'accélérer leur croissance, d'investir dans l'outil de production, de se développer à l'international, d'avoir le courage de se lancer dans des acquisitions et – éventuellement – de redevenir une entreprise totalement familiale...

Ces dirigeants témoignent de la réalité de la relation au quotidien avec leurs actionnaires financiers, tout qu'ils leur apportent en plus des capitaux, et de la manière dont se passent les échanges. Pour Gilles Boudaud, président de Maten Secomoc, « *travailler avec des fonds d'investissement c'est être accompagné de gens d'entreprise qui comprennent les enjeux stratégiques et qui permettent de franchir de nouvelles étapes de croissance. Il faut que l'on ait des partenaires pour nous aider. Un fonds sur le plan financier, sur le plan de l'analyse économique d'une société, c'est important de l'avoir à côté de soi* ». La relation de confiance se construit graduellement : les audits de départ permettent de se connaître et de « *s'adopter mutuellement* ». Dans sa gestion quotidienne, l'entreprise est libre de ses décisions et les échanges avec les actionnaires sont réguliers et constructifs, tant sur les chiffres que sur le plan du développement.

Guillaume Richard résume l'alignement des intérêts entre l'entrepreneur et le fonds en précisant « *quand vous avez un investisseur à vos côtés, (...) son intérêt c'est le même que le vôtre, c'est de faire croître votre entreprise. Donc il va tout faire pour vous aider* ».

Les témoignages de ces entrepreneurs sont riches d'enseignements et partagent la même vision positive de la relation construite avec les fonds qui les accompagnent.

5 - **Division.** – La phase préliminaire ainsi que la conclusion de certains actes (engagement de confidentialité, lettre d'intention, exclusivité) sont des étapes préalables nécessaires afin que le chef d'entreprise et le capital investisseur construisent un projet ensemble et en confiance (1). De plus, la constitution d'une société holding est souvent nécessaire et revêt une grande utilité (2). Aussi, il peut exister des contraintes issues de l'éventuelle mise en place d'un pacte Dutreil (régime fiscal, conciliation avec le capital investissement...) (3). Enfin, il est nécessaire, aujourd'hui, d'évoquer le caractère international qu'une opération peut revêtir (4).

2. Protocoles préliminaires et lettre d'intention

6 - **Étape clé.** – La phase préliminaire, qui s'étend des premiers contacts jusqu'au *closing*, représente une étape clé permettant aux parties de se choisir et de construire un partenariat. Elle implique un certain nombre de démarches et d'analyses associées aux « *due diligence* » qui seront menées, ainsi que la conclusion de certains actes tels que les engagements de confidentialité et lettre d'intention.

A. - Prise de contact

7 - **Contact humain et étapes cruciales préalables.** – Les échanges entre le chef d'entreprise et le capital investisseur revêtent une importance particulière au regard de la relation envisagée à long terme. De nombreux témoignages, d'investisseurs et de managers, insistent sur le facteur humain et l'attention portée au dirigeant et à l'équipe de direction lors de cette première étape. Au-delà du business plan et des aspects financiers, les premiers entretiens permettent aux parties de s'apprécier, d'évaluer leurs qualités, leur expérience et leur potentiel pour mener l'opération à terme. Les premiers contacts et travaux sont souvent organisés par un intermédiaire chargé de lever les fonds. Des formations ciblées sont également proposées par des organismes et associations professionnelles⁷ pour permettre au chef d'entreprise de construire son business plan et de se familiariser avec les attentes et les critères des investisseurs. L'entrée d'un ou plusieurs investisseurs au capital de son entreprise suppose un certain nombre d'étapes cruciales préalables, dont celle portant sur les vérifications menées par le ou les investisseurs en vue de valider le business plan présenté et confirmer l'éligibilité du projet envisagé à une opération de capital investissement. Une telle éligibilité suppose des actions de création de valeur susceptibles d'être identifiées en amont.

B. - Accord de confidentialité

8 - **Identification du marché, du positionnement et des risques de l'entreprise.** – Un certain nombre de vérifications préliminaires sont réalisées directement par le capital investisseur, en s'appuyant sur les outils dont il dispose et les informations recueillies. Cette première revue ne nécessite généralement pas un investissement important en termes de moyens financiers et permet de déterminer l'intérêt de poursuivre, ou non, l'exploration. Cette revue porte notamment sur le marché et le positionnement de l'entreprise, ainsi que sur les premiers facteurs de risques pouvant être identifiés. Plusieurs entretiens et échanges de documentation entre l'entreprise / le chef d'entreprise et le capital investisseur aideront celui-ci à construire son dossier d'investissement.

9 - **Confidentialité dès les premiers échanges.** – Une telle démarche suppose de s'assurer au préalable d'un engagement de confidentialité de la part du capital investisseur avant toute transmission d'informations sensibles liées à l'entreprise et à son activité. Rappelons à ce titre que la plupart des capitaux investisseurs en France sont adhérents à France Invest, Association des Investisseurs pour la Croissance. Le code de déontologie de France Invest dispose, dans son article 3, que « *les membres ne doivent divulguer, sans l'accord préalable des intéressés, aucune information confidentielle, dont ils auront eu connaissance, soit au cours de l'examen préalable des projets, soit au cours du suivi des investissements réalisés ou plus généralement à l'occasion*

de l'exercice de leur profession »⁸. En outre, parmi les dispositions définies et approuvées par l'Autorité des marchés financiers (AMF) en qualité de règle professionnelle, figure celle relative à la confidentialité et au secret professionnel qui impose à la Société de gestion de mettre en place une organisation et des procédures afin de garantir le respect du devoir de confidentialité et du secret professionnel attaché aux informations dont elle dispose⁹. De manière plus générale, en application de l'article 1112-2 du Code civil, « *toute partie qui utiliserait ou divulguerait sans autorisation une information confidentielle obtenue à l'occasion des négociations engage sa responsabilité dans les conditions du droit commun* ».

Aux côtés des obligations légales et réglementaires à la charge du capital investisseur en matière de confidentialité, un engagement de confidentialité ou *Non Disclosure Agreement (NDA)* reste souvent exigé dès les premiers échanges. Aux côtés du modèle d'acte utilisé par la société de gestion, l'entreprise ou l'intermédiaire peuvent également proposer leur propre modèle. Il conviendra de veiller à définir clairement les informations confidentielles visées, dans l'intérêt de l'entreprise et de ses actionnaires actuels, et déterminer une durée cohérente avec le calendrier de l'opération. Sous réserve des caractéristiques de l'activité concernée, nous relevons qu'un délai de 2 ans à compter de la signature de l'engagement est retenu dans un grand nombre de cas. Par ailleurs, une attention particulière sera portée sur les éventuelles obligations supplémentaires (autres que l'obligation de confidentialité ou de non-divulgateur), telle que celle relative à l'exclusivité des pourparlers ou à une obligation de négocier, qui pourraient être ajoutées et seraient dès lors à négocier de manière distincte.

C. - Lettre d'intention

10 - **Importance de la rédaction de la lettre d'intention.** – Dans le cas où les premiers éléments mis en évidence confirment l'intérêt de l'opération, une analyse plus approfondie sera nécessaire et mise en œuvre par le capital investisseur. Ces *dues diligences* impliquent généralement l'intervention de tiers, consultants et experts, destinés à apprécier et à évaluer les éléments caractérisant l'entreprise et son activité. Avant d'engager de telles études, les parties veilleront à s'assurer de leur compréhension commune des termes et conditions de l'opération envisagée. Une lettre d'intention sera établie à cet effet. Elle a pour objet de décrire et de définir l'opération d'investissement qui pourrait être réalisée en précisant les principales conditions et modalités de celle-ci. Selon les termes utilisés, la lettre d'intention se révélera plus ou moins contraignante pour le capital investisseur et le chef d'entreprise. Notons que, depuis quelques années, sur la base de modèle¹⁰ publié et mis à jour par France Invest (anciennement dénommé AFIC), il est généralement rappelé qu'une telle lettre n'engage pas les parties à conclure l'opération¹¹. Dans le cas où plusieurs investisseurs confirmeraient leur intérêt à réaliser l'opération, l'établissement de telles lettres permet au chef

7. Bpifrance propose notamment un certain nombre de formations. Pour plus d'informations : www.bpifrance-universite.fr/.

8. Code de déontologie de France Invest : www.franceinvest.eu/nous-connaître/l-association/codes-de-deontologie-et-recommandations.

9. Règlement de déontologie des sociétés de gestion de portefeuille intervenant dans le capital investissement, Dispositions, avr. 2013 (www.franceinvest.eu/nous-connaître/l-association/codes-de-deontologie-et-recommandations). Dans les recommandations figurant en deuxième partie du règlement, il est précisé que l'organisation et lesdites procédures concernent notamment les locaux de l'entreprise, son système de traitement de l'information, les conditions de conservation et d'archivage des données, l'information et la formation du personnel.

10. Lettre d'intention type du Capital Innovation, Guide du Capital Innovation, France Invest, 2019.

11. CA Versailles, 12^e ch., sect. 2, 30 juin 2011, n° 10/06302 : *JurisData* n° 2011-015569 ; *JCP E* 2011, 1877, note P. Mousseron.

d'entreprise de comparer les offres et sélectionner la proposition de son choix.

11 - Contenu de la lettre d'intention. – La lettre d'intention comprend un certain nombre de clauses destinées à présenter l'opération d'investissement envisagée, les conditions requises au préalable ainsi que l'organisation qui pourrait être mise en place dans le cas où l'opération se réaliserait.

La rédaction de la lettre d'intention sera plus ou moins détaillée selon l'état d'avancement des discussions entre les parties. Le projet de lettre d'intention fait généralement l'objet de plusieurs versions successives échangées et commentées par chacune des parties. Ces échanges, qui peuvent s'étendre sur plusieurs jours ou semaines, permettent de préparer les prochaines étapes, notamment en vue de la documentation juridique en cas de réalisation de l'opération d'investissement.

Exemple de clauses pouvant être insérées dans une lettre d'intention :

- présentation de la société et du groupe le cas échéant, identifiant les actionnaires et la répartition du capital entre eux ;
- principaux termes de l'opération d'investissement envisagée comprenant le montant de l'investissement, les instruments financiers émis, le ou les investisseurs concernés, les droits attachés aux titres... ;
- valorisation de l'entreprise ;
- droits (politiques, information et/ou financiers) des parties ;
- mécanismes d'intéressement et/ou de partage de création de valeur ;
- organisation et gouvernance de l'entreprise, précisant la composition envisagée des organes statutaires et l'identité et les principales obligations des dirigeants « personnes clés » de la société ;
- conditions préalables – ou suspensives, selon la portée de l'engagement ;
- répartition des frais des conseils, due diligence / audits¹²... ;
- confidentialité¹³ ;
- exclusivité ;
- calendrier de l'opération ;
- juridiction et droit applicable.

12 - Exclusivité accordée à l'investisseur. – En termes d'exclusivité, il sera souvent demandé au chef d'entreprise d'accorder au capital investisseur une période d'exclusivité au cours de laquelle il sera tenu de s'abstenir et/ou de suspendre toute discussion avec des tiers investisseurs en lien avec l'opération envisagée. Les termes de cette clause seront à rapprocher de ceux fixant le calendrier envisagé pour réaliser l'opération.

D. - Due diligence

13 - Contenu des dues diligences. – La liste des études menées à ce titre a évolué avec le temps, la pratique, la réglementation et les retours d'expérience. Selon l'opération envisagée, de telles dues diligences peuvent être anticipées et être menées également par le vendeur ou le chef d'entreprise (« *Vendor Due Diligence* »).

Même si de telles « *Vendor Due Diligence* » permettent aux différentes parties de disposer rapidement d'un certain nombre d'informations pertinentes, elles ne dispensent pas le capital investisseur de mener sa propre analyse.

En fonction de l'organisation et de l'activité menée par l'entreprise, les dues diligences sont susceptibles de couvrir de nombreux domaines afin d'identifier l'ensemble des risques et mesurer le caractère réaliste du projet. Si les revues traditionnelles en matière financière, juridique, fiscale, sociale et comptable sont toujours d'application, les études tendent à couvrir également d'autres risques, en particulier les risques liés aux domaines suivants :

- organisation managériale et équipe de direction/ressources humaines ;
- organisation industrielle ;
- propriété intellectuelle et brevets ;
- stratégie commerciale ;
- actifs immobiliers ;
- assurances ;
- systèmes d'information ;
- protection des données ;
- cybersécurité ;
- lutte contre le blanchiment d'argent ;
- anti-corruption ;
- responsabilité sociale (ou sociétale) de l'entreprise (RSE) ;
- ainsi que, plus globalement, l'ensemble des risques en matières environnementale, sociale et de gouvernance (ESG).

14 - Importance croissante des dues diligences ESG. – Les critères ESG représentent un enjeu important depuis plusieurs années, en France comme dans de nombreux autres pays.

Compte tenu des nouvelles exigences de transparence extra-financières à la charge des entreprises¹⁴ et des nouvelles obligations à la charge des fonds d'investissement, leurs gestionnaires et les investisseurs institutionnels en matière d'investissements durables¹⁵, le développement des audits ESG devrait se poursuivre et s'intensifier ces prochains mois.

14. Le règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables (règlement Taxinomie) impose notamment de nouvelles obligations d'informations aux entreprises soumises aux exigences de transparence extra-financières selon la directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication non financière et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes (*Non financial reporting directive* ou directive NFRD).

Les obligations ont été précisées par la Commission européenne par règlements délégués adoptés en 2021. Les nouvelles mesures entrent en vigueur de manière progressive à compter du 1^{er} janvier 2022.

Par ailleurs, publiée en avril 2021 par la Commission européenne, une proposition de directive (*Corporate sustainability reporting Directive* ou Directive CSRD) vise à modifier les textes européens en vue d'étendre le champ d'application et de préciser les obligations portant sur la publication d'information en matière de durabilité par les entreprises. Ce nouveau texte, qui pourrait être applicable, tout au moins en partie, dès 2024, pourrait couvrir l'ensemble des grandes entreprises (cotées ou non cotées) et les petites et moyennes entreprises cotées (à l'exception des microentreprises).

15. Les réglementations européenne et française imposent en particulier un certain nombre d'exigences de transparence aux sociétés de gestion et aux fonds d'investissement sur la prise en compte des critères ESG et de leur politique relative aux risques en matière de durabilité, y compris les risques associés au changement climatique, ainsi que les risques liés à la biodiversité (*C. mon. fin., art. L. 533-22-1*).

Les acteurs sont notamment tenus de communiquer sur la manière dont les risques en matière de durabilité sont intégrés dans les décisions d'investissement, conformément au règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (règlement Disclosure).

Depuis le 10 mars 2021, les fonds de capital investissement, à l'instar des autres fonds, sont à ce titre classés selon trois catégories : (i) les fonds

12. La répartition des frais liés aux audits se négocie entre les parties et distingue généralement le cas où l'opération d'investissement se réalise et le cas où elle ne se réalise pas. Notons que lorsque la clause prévoit la prise en charge de tout ou partie des frais d'audits par l'entreprise, notamment lorsque l'opération a lieu, le chef d'entreprise aura accès aux études menées. Autrement, les informations transmises par le capital investisseur peuvent rester parcellaires et feront l'objet d'une sélection.

13. L'engagement de confidentialité porte sur la lettre d'intention et les termes de celle-ci et tiendra compte des communications nécessaires à des tiers, en particulier auprès des conseils, experts, actionnaires de l'entreprise ou d'autres investisseurs en cas de syndication pour permettre la transmission de tout ou partie des informations, sous réserve que ces tiers soient eux-mêmes tenus à une obligation de confidentialité.

Une telle démarche s'inscrit dans un lien entre ESG et création de valeur mis en évidence par certains acteurs¹⁶. Un certain nombre d'études récentes ciblent ainsi plus précisément les incidences de l'activité et/ou de l'organisation de l'entreprise sur les plans environnementaux, au regard en particulier des questions climatiques et de biodiversité. Mais aussi en matière sociale et de droits de l'homme, notamment dans le contexte des contrats de sous-traitance ou de chaînes logistiques. Au-delà des risques réglementaires, commerciaux et de contentieux, le capital investisseur, tout comme le chef d'entreprise, sera particulièrement sensible au risque réputationnel lié à un dommage environnemental ou social.

À l'issue des diligences et au regard des conclusions de celles-ci, les parties se rapprocheront. Une nouvelle phase de négociation peut alors intervenir, en particulier en vue de tenir compte des éléments, facteurs ESG inclus, mis en évidence lors des revues, et préciser, le cas échéant, une nouvelle valorisation et/ou les postes à couvrir au titre de la garantie.

E. - Diligences en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux

15 - **Conséquence des obligations LCB/FT.** – Cette étape couvrira la mise en œuvre des mesures requises au titre des dispositions relatives à la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme (LCB/FT).

Le capital investisseur est soumis à ce titre à un certain nombre d'obligations. Comme le prévoit le règlement général de l'AMF, « lors de la mise en œuvre de sa politique d'investissement dans le cadre de la gestion financière d'un placement collectif ou d'un mandat de gestion, la société de gestion de portefeuille veille à évaluer le risque de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme et définit des procédures permettant de contrôler les choix d'investissement opérés par ses préposés »¹⁷. Le capital investisseur sera amené à recueillir des éléments sur les dirigeants et le/les bénéficiaires effectifs, ainsi que sur les actionnaires et co-investisseurs le cas échéant. Ces obligations sont détaillées par la doctrine de l'AMF qui comprend un certain nombre de recommandations concernant les investissements dans des sociétés non cotées¹⁸. Ces diligences sont mises en œuvre par le capital investisseur de manière proportionnée selon son appréciation du risque de blanchiment de capitaux ou de financement du terrorisme.

F. - Pre-closing

16 - **Nouvel engagement parfois conclu.** – En fonction de l'opération envisagée et des conditions requises pour sa réalisation, un engagement avant *closing* peut être établi et conclu entre les parties. Cet acte a pour objet d'identifier les conditions devant être réalisées avant l'opération d'investissement et qui figurent

promouvant les caractéristiques environnementales ou sociales (correspondant à la catégorie de l'article 8 du règlement Disclosure) ; (ii) les fonds ayant pour objectif l'investissement durable, c'est-à-dire un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental ou social (correspondant à l'article 9 du règlement Disclosure) ; (iii) les autres fonds ne relevant ni de l'article 8, ni de l'article 9 et correspondant à l'article 6 du règlement Disclosure. Ces fonds sont tenus dorénavant de respecter les mesures en matière d'informations précontractuelles et périodiques définies par le règlement Disclosure et le règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables (règlement Taxinomie).

16. Rapp. publié par PwC, « Private equity's ESG journey : From compliance to value creation », *Global Private Equity Responsible Investment Survey 2021*, mai 2021.

17. AMF, *régl. gén.*, art. 320-22.

18. AMF, *Position-Recommandation DOC-2019-15, Lignes directrices sur l'approche par les risques en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme*, 29 nov. 2019, mod. 18 janv. 2021.

déjà généralement dans la lettre d'intention, sans toutefois obliger les parties à les mettre en œuvre. Dans ce nouvel engagement, les conditions sont rédigées de manière plus détaillée et s'inscrivent dans un calendrier précis. Il s'agit de conditions portant aussi bien sur la société, telle que sa transformation en société par actions simplifiées (SAS), sur la modification des statuts ou sur la nomination d'un commissaire aux comptes, que sur des droits, garanties ou contrats avec un client ou un fournisseur.

Ces premières étapes passées permettront aux parties de poursuivre les échanges, d'établir la documentation juridique et de réaliser l'opération d'investissement (*closing*).

3. Constitution d'une société holding –

17 - **Situations généralement à l'origine de la société holding.** – L'entrepreneur ne dispose pas toujours d'une société holding en amont de l'opération sur le capital qui va intervenir¹⁹. En règle générale, lorsqu'elle existe, la holding a été constituée à l'occasion de levées de fonds passées, pour isoler dans le patrimoine du fondateur sa participation du reste de son patrimoine. La complexité juridique des levées de fonds et l'internationalisation des opérations rendent le plus souvent nécessaires la détention par l'entrepreneur de ses titres au travers d'une holding. L'interposition d'une personne morale facilite la relation avec le capital investisseur étranger et la négociation de pactes d'actionnaires indifférents à la personne physique et aux risques extérieurs (régime matrimonial, par exemple).

Le recours à la société holding peut également avoir été réalisé afin de contenir la rémunération revenant au fondateur. Lors de la perception de sa rémunération, le dirigeant subit le barème de l'impôt sur le revenu et l'éventuelle contribution exceptionnelle sur les hauts revenus. Or, il ne consomme pas toujours l'intégralité des sommes qu'il perçoit. En constituant une société holding et en concluant une convention entre celle-ci et la société opérationnelle, il peut restreindre son risque grâce au patrimoine affecté, tout en capitalisant la rémunération qui passe de l'entreprise opérationnelle à la société holding. La rédaction de la convention de prestations de services doit être minutieusement rédigée et doit éviter d'inclure des services de direction (convention classique dite de « *management fees* ») qui pourraient être considérés comme une remise en cause de l'organe de direction préexistant dans l'entreprise, rendant la convention de *management fees* sans cause.

Au-delà de sa personne physique, la holding va alors permettre une diversification patrimoniale. L'entrepreneur pourra réaliser des projets au travers de cette société holding (prises de participations dans des sociétés, dans des OPCVM, acquérir des biens immobiliers, etc.) ou bien, s'il a besoin de récupérer les capitaux à titre personnel (par exemple, pour acquérir un actif de jouissance en direct avec son conjoint ou réaliser une donation au profit de ses héritiers), il distribuera un dividende afin d'appréhender la partie nécessaire de son capital et de gérer la fiscalité associée.

18 - **Utilités de la société holding.** – Lorsque l'entrepreneur s'interroge sur la constitution de sa holding, il doit se demander s'il s'agit d'une société dont il est, pour le moment, seul actionnaire ou s'il appréhende dès à présent l'idée de transmettre à ses enfants le capital généré post cession de son outil professionnel. S'il a vocation à conserver un rôle actif transitoire dans son entreprise à la suite de l'entrée d'un investisseur au capital, ce dernier peut avoir la volonté de le rémunérer en application d'une

19. Pour une étude générale sur ce thème, V. P. Gour, E. del Do, G. Salignon et M. Roux, *Private equity : investissement en direct et investissement au travers d'une holding* : Actes prat. strat. patrimoniale 2021, n° 2, dossier 9, p. 20.

convention de prestataire de services. La facturation de prestations de services permet de le rémunérer et de faciliter son départ si nécessaire.

La société holding lui permet également de rassembler les prises de participations au sein de plusieurs projets, par exemple. Ces dernières peuvent prendre des formes très diverses : projets professionnels menés par le cédant, prises de participation/investissement au sein de sociétés dans lesquelles l'implication peut être variable (d'actionnaire dormant à actionnaire majoritaire en passant par *business angels*), acquisition de parts de sociétés immobilières ou acquisition directement de biens, activités de marchand de bien lorsqu'il s'agit d'opérations répétées d'achat et de revente d'actifs immobiliers. Selon le profil de l'entrepreneur et son appétence à anticiper la transmission de son patrimoine aux générations suivantes, il choisira ou non d'impliquer très rapidement ses héritiers dans sa société holding. Une société par actions simplifiées et une société à responsabilité limitée peuvent être unipersonnelles avant d'évoluer avec l'arrivée de nouveaux actionnaires, conjoint ou héritiers par exemple. La société holding permet ainsi d'initier le reste de la famille aux problématiques qui, à l'avenir, seront les leurs et faire un outil de gouvernance de la famille au travers d'une histoire commune : celle de l'entreprise à l'origine d'un patrimoine important, générateur d'opportunités et souvent de devoirs au sein de la famille, voire de l'écosystème pour certaines entreprises profondément impliquées dans leur région, par exemple.

19 - Sociétés holding internationales. – Dans l'hypothèse de projets internationaux, il est évidemment nécessaire de tenir compte du champ des opportunités existant hors des frontières. Ainsi, la constitution de sociétés holdings hors de France peut être motivée par une mobilité du fondateur, un capital investisseur étranger désireux d'identité de pays entre les structures, d'identité fiscale entre les supports ou autres. La société holding ayant vocation à perdurer post opération capitalistique, son pays d'installation doit faire l'objet d'une réflexion mûrie eu égard à la famille du fondateur et les conventions internationales entre les pays éventuels destinataires de leur résidence.

20 - Données fiscales lors de la constitution de la société holding. – La constitution de la société holding lors de l'arrivée du capital investisseur permet de bénéficier de l'opportunité fiscale de l'apport avant cession rendu possible par l'article 150-0 B ter du CGI (*V. infra, Actes prat. strat. patrimoniale 2022, n° 1, dossier 4, § 25*). Ce mécanisme est très régulièrement mis en œuvre par les entrepreneurs, car il permet de reporter l'imposition de la plus-value à la survenance d'une vente des titres de la société holding. En effet, après 3 ans, la vente des titres apportés laisse les actionnaires libres de l'allocation du produit ainsi obtenu. En revanche, une cession dans les 3 ans suivant l'apport des titres rend nécessaire le réinvestissement de minimum 60 % du produit de la vente dans les activités éligibles au titre de l'article 150-0 B ter du CGI, ceci pour éviter la fiscalité de la plus-value d'apport. Ces activités éligibles sont par essence plus risquées que l'investissement « *en bon père de famille* » dans des supports patrimoniaux tels que de l'immobilier de rendement ou encore des actifs cotés à faible volatilité. L'objectif du législateur étant de permettre le réinvestissement de ces capitaux dans l'économie réelle.

Dès lors, le quantum des titres à apporter à la société holding pour bénéficier de ce régime fiscal favorable doit être mesuré à l'aune des projets à venir de l'entrepreneur. Celui qui ne souhaite pas être limité quant à son champ d'investissement ou prendre de risque sur le produit de sa vente (investissement au capital de sociétés non cotées, activité de marchand de biens, prises de participations dans des fonds d'investissement non garantis et peu liquides...) ne doit pas apporter beaucoup de titres à une

société holding, car 60 % du produit de la vente réalisée dans un délai de moins de 3 ans devra faire l'objet d'un réinvestissement.

En règle générale, on sécurise *a minima* la perception en direct par l'entrepreneur du montant de capital qu'il considère nécessaire pour son train de vie à 5 ans et la réalisation de ses projets patrimoniaux non rémunérateurs (achats plaisirs, dépenses d'agrément...). Au-delà, il est indispensable d'avertir de manière éclairée les cédants pour qu'ils aient conscience du risque pris sur la partie du capital à réinvestir.

4. La contrainte issue de l'éventuelle mise en place d'un Pacte Dutreil

21 - Régime fiscal applicable. – En France, la mise en place d'un Pacte Dutreil Transmission, prévu par l'article 787 B du CGI, peut également être une restriction importante à la volonté du fondateur. En effet, afin de permettre une transmission à moindre coût, un abattement de 75 % est réalisé sur la valeur des titres transmis dans le cadre du calcul des droits de mutation à titre gratuit. L'objectif est d'anticiper la transmission entre les générations d'une entreprise française avec une implication conjugulée des différentes parties au projet. Prévue initialement pour faciliter le passage de l'entreprise patrimoniale (première génération) à l'entreprise familiale (au-delà de la première génération), le Pacte Dutreil est de plus en plus souvent à conjuguer avec le capital investisseur lorsque la pérennité du capital familial n'est plus assurée. Pour bénéficier de ce régime de faveur, ont été conclus un engagement collectif de conservation qui doit être en place au jour de la transmission (il peut aussi être réputé acquis sous conditions), ainsi qu'un engagement individuel de conservation pris par les donataires ou héritiers des titres. Au cours de la période de l'engagement collectif avant et après la transmission ainsi que de l'engagement individuel, les opérations sur titres sont strictement encadrées.

L'objectif législatif du Pacte Dutreil est de permettre la stabilisation de l'actionariat des entreprises. C'est pourquoi les opérations autorisant le transfert des titres objets de l'engagement collectif tout en permettant le maintien de l'abattement font l'objet de limitations importantes. Différentes réformes législatives ainsi que la documentation administrative récente (BOI-ENR-DMTG-10-20-40-10) assouplissent le régime propre au Pacte Dutreil afin de permettre aux signataires de conserver les avantages du Pacte malgré des opérations sur titres réalisées par d'autres signataires de l'engagement collectif, en particulier, si l'un des signataires cède à un tiers des titres pendant l'engagement collectif. Les conditions sont toutefois strictes et prévues à l'article 787 B, e), bis du CGI. Ainsi, dès lors que les conditions de seuils de détention de titres et l'exercice de fonctions de direction sont maintenues, il est possible de conserver pour les autres signataires, le bénéfice de l'exonération partielle du Pacte Dutreil. L'acquéreur des titres objet de l'engagement peut également devenir signataire de l'engagement collectif et par ses titres permettre le respect des conditions posées par le législateur. On peut également citer la possibilité accordée par l'article 787 B, f) pour l'actionnaire sous engagement collectif ou individuel de procéder à des apports à une société holding des titres sans que cela ne remette en cause son exonération ou l'exonération dont ont bénéficié d'autres actionnaires. Ces souplesses ainsi apportées sont toutefois à conjuguer avec la volonté du repreneur et les éventuelles donations passées ayant pu diluer le capital et fragiliser la conservation du mécanisme au profit des autres signataires en cas de cessions.

L'outil est ouvert aux activités opérationnelles prépondérantes (industrielles, commerciales, agricoles ou libérales) incluant l'activité des sociétés holding animatrices de groupe. Les holdings pures sont par principe exclues de ce régime. Cepen-

dant, en cas de détention de l'activité opérationnelle par deux niveaux d'interposition maximums, un Pacte Dutreil peut être souscrit par la holding détentrice de la société opérationnelle et l'exonération appliquée lors de la transmission des titres détenus par le donateur/défunt à la quote-part de valeur représentative de la société opérationnelle. Il est également possible d'appliquer ce régime si la société holding est qualifiée d'animatrice. La notion de holding animatrice donne lieu à de nombreux débats, en jurisprudence mais également à l'occasion de contrôles fiscaux. Outre la gestion d'un portefeuille de participations, il convient de démontrer la participation active à la politique du groupe opérationnel et au contrôle du groupe. Ni les prestations de services rendues aux sociétés filiales ni une convention d'animation qui ne serait pas suivie d'effet ne caractérisent seules la holding animatrice. L'élément clef est la démonstration de l'activité d'animatrice par de nombreux documents (procès-verbaux des assemblées générales, procès-verbaux des réunions des organes de direction de la holding et des filiales, rapport de gestion, rapport des commissaires aux comptes, etc.).

22 - Conciliation difficile avec le capital investissement. – On note désormais une activité très forte des opérations capitalistiques, portant même sur des entreprises non encore rentables ou avec des schémas de détention complexes, mettant en œuvre une interposition de sociétés qui viennent complexifier, par exemple, la caractérisation d'une société holding animatrice.

Aujourd'hui, les capitaux disponibles sur les marchés créent une bulle autour de ceux-ci, non cotés, et une survalorisation décorrélée des lectures bilancielles des entreprises. Le Pacte Dutreil vise à maintenir une vision long-termiste dans les sociétés, parfois difficile à allier avec la rapidité des opérations en capital investissement. Par ailleurs, il peut être difficile à conjuguer avec l'arrivée d'un capital investisseur tiers destiné à reprendre la totalité du capital aujourd'hui dispersé. En tant que conseil des dirigeants et face à ce rythme contraire à la logique long terme du Pacte Dutreil, il est important de mettre en garde. De manière générale, on constate toutefois que les opérations qui se font le plus rapidement portent sur des entreprises jeunes, non concernées par la mise en place à ce stade du Pacte Dutreil Transmission. En revanche, une entreprise dirigée par un entrepreneur de plus de 50 ans peut avoir à prendre en compte un Pacte Dutreil qui impose la conservation des titres et une répartition des pouvoirs. En outre, en cas de démembrement des droits sociaux, les pouvoirs de l'usufruitier doivent être limités aux seules décisions sur l'affectation du résultat. Il est alors indispensable de veiller au respect de ces contraintes lors de la transmission à un tiers.

5. La prise en compte du caractère international de l'opération

23 - Différents aspects internationaux. – Il faut bien distinguer trois éléments qui peuvent être exclusifs ou cumulatifs : un investisseur financier étranger, une structuration de la transaction *via* des structures étrangères, une entreprise déjà présente sur plusieurs pays ou continents ou, au contraire, une entreprise exclusivement active en France mais dont les relais de croissance organique ou externe sont à l'étranger.

A. - Un investisseur financier étranger

24 - Majorité de fonds d'origine anglo-saxonne. – Le caractère international peut tout simplement résulter de l'investisseur financier lui-même. En effet, une majorité des fonds d'investissement actifs en France sont d'origine anglo-saxonne. Toutefois, il faut bien distinguer les fonds installés en France depuis des années (voire des décennies), composés d'équipes locales auto-

nomes, des investisseurs financiers actifs en France sans implantation locale.

En effet, ce qui est essentiel pour le dirigeant d'entreprise, c'est d'avoir un ou plusieurs interlocuteurs directs qui aient suffisamment d'autonomie et de poids dans leur structure afin que les discussions et décisions puissent être prises de manière fluide et efficace. Il n'est pas forcément évident de se faire une conviction sur ce sujet, notamment quand on ne connaît pas le mode de fonctionnement d'un fonds, son historique, son portefeuille de participation... En revanche, les discussions et négociations lors de l'entrée de l'investisseur financier sont l'occasion de bien tester ce sujet.

25 - Importance de l'expérience dans l'Hexagone. – Ce qui est certain, c'est qu'un investisseur financier qui n'a pas d'expérience dans l'Hexagone peut avoir une approche différente de celle que l'on connaît habituellement en France en particulier et en Europe continentale en général. Ces différences de pratique nécessitent beaucoup de pédagogie. Ainsi, à titre d'exemple, le montant investi ou conservé par le dirigeant d'entreprise et son équipe est un élément très sensible et significatif en Europe continentale, ce qui n'est pas le cas d'un investisseur nord-américain. Les enjeux de liquidité ne sont pas appréhendés de la même façon : un investisseur nord-américain considérant que la liquidité souhaitée ou forcée pour le dirigeant d'entreprise et son équipe sera systématiquement et exclusivement proportionnelle à la sienne, alors qu'en Europe il est plus que courant qu'un changement de contrôle ou une introduction en Bourse permette au dirigeant d'entreprise et son équipe de management d'avoir une liquidité totale. Tout comme un investisseur financier anglais considère normal que seul le management accorde et supporte une garantie de passif en sortie, ce qui semble tout à fait inconcevable sur le continent.

Il s'agit de sujets de fond/philosophiques sur lesquels il est difficile de faire évoluer un candidat dans la mesure où ces principes sont bien souvent ancrés au sein du comité d'investissement qui prend la décision d'investir et dont la grille de lecture collective n'est pas facile à faire évoluer.

26 - Conséquences sur le niveau de dette. – Enjeu important pour le dirigeant d'entreprise, la notion d'intérêt social de groupe dont il a la responsabilité, qui soulève de nombreuses questions de gouvernance et désalignements potentiels d'intérêts dont certains investisseurs étrangers appréhendent mal la sensibilité française... À titre d'exemple, le niveau de dette qui pourra être supporté par le groupe aussi bien au moment de l'investissement réalisé par l'investisseur financier qu'au cours de l'opération financière. Pour améliorer le rendement des fonds propres qu'il va investir, un investisseur financier est bien souvent enclin à maximiser le montant de dette que des banques/créanciers seront prêts à lui accorder. En outre, pendant la vie de l'opération, dès lors qu'il sera possible d'augmenter le montant de dette en vue de financer le versement de dividendes, l'investisseur financier demandera au chef d'entreprise de souscrire à de tels financements. Ce type d'opération, dite de refinancement, soulève de lourds enjeux de responsabilité pour le chef d'entreprise qui prendra la responsabilité de décider de mettre en place un financement souvent très significatif qui va obérer la capacité financière future du groupe du fait de nouvelles charges d'intérêts et de remboursement de dette dans le but parfois exclusif de verser un dividende ou rembourser/racheter certains titres *d'equity* ou de quasi-*equity* détenus par l'investisseur financier.

B. - Une structuration de la transaction *via* des structures étrangères

27 - Structures essentiellement luxembourgeoises. – Les enjeux juridiques liés au financement, notamment, et/ou aux enjeux fiscaux liés aux investisseurs financiers conduisent bien

souvent à des structurations juridiques *via* des sociétés holdings, notamment, par exemple, au Luxembourg ou aux Pays-Bas. Ce qui, par ricochet, rend bien souvent plus complexes les enjeux de gouvernance pour s'adapter aux règles locales et peut conduire à des réflexions sur la loi applicable au pacte d'actionnaires et aux accords connexes par cohérence avec la juridiction des holdings... On peut aussi citer la structuration de financement *via* des doubles Luxco qui a pour objectif, pour les prêteurs, de sécuriser au maximum leur capacité de mise en œuvre de leurs suretés. Sujet qui n'est pas évident dans certaines juridictions, notamment en France, et en tout état de cause beaucoup moins efficace qu'au Luxembourg. Ainsi, deux sociétés holdings luxembourgeoises sont régulièrement interposées dans le cadre de la structuration afin de permettre à la Luxco de tête, qui bénéficie du financement d'acquisition, de notamment accorder aux créanciers un nantissement sur les titres qu'elle détient dans la société luxembourgeoise fille, qui représente 100 % du capital de la société fille.

C. - Le développement international de l'entreprise

28 - **Appui possible de l'investisseur.** – Enfin, le projet du dirigeant d'entreprise de poursuivre le développement de son groupe à l'international est un enjeu important. En fonction de l'expérience et des connaissances du chef d'entreprise sur les marchés étrangers qui l'intéressent, un investisseur disposant d'une expérience à même d'apporter un soutien pertinent dans les géographies prioritaires peut constituer un élément différenciant. Pour un investisseur, disposer de différentes équipes dans les pays cibles du chef d'entreprise constitue évidemment un atout fort pour bénéficier de soutiens et relais locaux pertinents. Là encore, il ne faut pas se fier aux apparences, mais bien creuser ces sujets lors du processus, le caractère décentralisé ou très intégré de certaines équipes d'investisseurs conduisant à des approches très différentes. ■

Mots-Clés : Capital investissement - Chef d'entreprise - Investisseur - Préalables à l'entrée