



Guide  
des bonnes pratiques  
**DU CAPITAL-  
INNOVATION**





Avant-propos.....	6
Présentation du guide des bonnes pratiques .....	8
<b>CHAPITRE 1 - LA PRISE DE PARTICIPATION ET LE FINANCEMENT</b>	<b>11</b>
LE TEMPS DE L'INVESTISSEMENT .....	12
<b>1. Les discussions préparatoires</b>	<b>13</b>
1.1 Préparation du business plan.....	13
1.2 Sélection des dossiers par les investisseurs en capital-innovation .....	14
1.3 Des premiers échanges aux premières rencontres .....	15
<b>2. LA VALORISATION ET LE PARTAGE DE LA VALEUR CRÉÉE</b>	<b>18</b>
2.1 La valorisation à l'entrée, vrai sujet et faux problèmes.....	18
2.2 Les mécanismes d'ajustement du prix d'entrée .....	19
2.3 Le partage de la valeur entre actionnaires .....	20
2.4 Les mécanismes d'intéressement des dirigeants et salariés.....	23
<b>3. L'ÉTAPE DE LA LETTRE D'INTENTION</b>	<b>25</b>
3.1 Une lettre d'intention, pour quoi faire ? .....	25
3.2 Le contenu de la lettre d'intention .....	25
3.3 La lettre d'intention type de France Invest .....	26
<b>4. LA RÉALISATION DE L'INVESTISSEMENT</b>	<b>26</b>
4.1 Syndication.....	26
4.2 Due Diligences .....	26
4.3 Conditions préalables .....	27
4.4 Signature des documents juridiques et Closing.....	28
<b>CHAPITRE 2 - LE DIALOGUE ENTREPRENEUR – INVESTISSEUR</b>	<b>31</b>
<b>1. GOUVERNANCE ET CAPITAL-INNOVATION : PRINCIPES GÉNÉRAUX</b>	<b>32</b>
1.1 Gouvernance, création de valeur et intérêt social .....	32
1.2 Respect de la loi et du « contrat de gouvernance » .....	32
1.3 Déontologie et engagements des membres de France Invest .....	33
1.4 Des principes généraux adaptés aux réalités des entreprises .....	33
1.5 La distinction des rôles et des fonctions .....	33
1.6 Les « bonnes pratiques » de France Invest.....	34
1.7 Les critères Environnement, Social et Gouvernance (ESG).....	34
<b>2. L'APPORT DES INVESTISSEURS : EXPÉRIENCE ET EXPERTISE</b>	<b>35</b>
2.1 L'apport des investisseurs en termes d'expertise et de réseau .....	35
2.2 Le dialogue stratégique et la performance.....	35

<b>3. LE RÔLE DE L'INVESTISSEUR EN TANT QU'ACTIONNAIRE</b>	<b>36</b>
3.1 Information des actionnaires	36
3.2 Le fonctionnement des assemblées	37
<b>4. LE BON FONCTIONNEMENT DES CONSEILS D'ADMINISTRATION ET DE SURVEILLANCE</b>	<b>38</b>
4.1 Quels choix d'organisation : conseil d'administration ou de surveillance ou autres organes de contrôle	38
4.2 Le bon usage des comités	40
4.3 Le lien avec les commissaires aux comptes	41
4.4 Le lien avec les représentants du personnel (délégués ou comité d'entreprise)	41
4.5 Veiller à une composition harmonieuse du conseil	42
4.6 Améliorer la prise des décisions et le fonctionnement des conseils	44
<b>CHAPITRE 3 – REFINANCEMENT ET AJUSTEMENTS</b>	<b>47</b>
<b>1. FINANCEMENT ET REFINANCEMENT</b>	<b>48</b>
1.1 Refinancement par les actionnaires	48
1.2 Financements alternatifs	50
<b>2. MÉCANISMES D'AJUSTEMENT DE PRIX – METHODOLOGIE</b>	<b>51</b>
2.1 Méthodologie	51
• Hypothèses	51
• Présentation des différents types de mécanismes d'ajustement de prix et de divers schémas de mise en œuvre	51
2.2 Full Ratchet	54
2.3 Weighted Average Ratchet	57
2.4 Cas particulier : Pay to Play	61
2.5 Comparaison entre les méthodes	62
<b>3. SCHÉMAS DE RÉPARTITION DU PRIX DE CESSION</b>	<b>63</b>
3.1 Méthodologie	64
3.2 Cas 1 : Répartition du prix de cession sans mécanisme de préférence	66
3.3 Cas 2 : Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence non cumulative simple	67
3.4 Cas 3 : Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence non cumulative à multiple	69
3.5 Cas 4 : Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence non cumulative à rendement	70
3.6 Cas 5 : Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence cumulative simple	72
3.7 Cas 6 : Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence cumulative simple à couloir	74
3.8 Cas 7 : Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence cumulative à multiple	75

**CHAPITRE 4 - LA SORTIE DE L'INVESTISSEUR 79**

<b>1. L'INTRODUCTION EN BOURSE</b>	<b>81</b>
<b>1.1 Introduction en bourse : les objectifs</b>	<b>82</b>
A. Pour l'entreprise	82
B. Pour les actionnaires	82
<b>1.2 Quelle stratégie de sortie pour l'actionnaire fonds d'investissement ?</b>	<b>83</b>
<b>1.4 Conditions d'accès aux marchés : Euronext, Euronext Growth et Euronext Access</b>	<b>85</b>
A. Euronext, le marché réglementé	85
B. Euronext Growth : des conditions d'accès simplifiées	85
C. Euronext Access pour un premier pas en bourse	86
D. Caractéristiques détaillées des marchés	87
<b>1.5 Le processus d'introduction en bourse</b>	<b>88</b>
<b>2. CESSION INDUSTRIELLE</b>	<b>94</b>
<b>2.1 Rôles respectifs des actionnaires et des dirigeants dans un processus de cession</b>	<b>94</b>
• Les actionnaires	94
<b>2.2 Choix des conseils externes – Termes de leur mandat</b>	<b>95</b>
2.2.1. Relations avec le conseil financier	95
2.2.2. Choix du conseil juridique (avocats)	97
<b>2.3 Maîtrise du processus de cession</b>	<b>98</b>
<b>2.4 La structure des accords et la réalisation de la cession</b>	<b>100</b>
<b>3. RESPIRATION DE L'ACTIONNARIAT (REPRISE D'UNE PARTICIPATION PAR UN NOUVEL INVESTISSEUR)</b>	<b>102</b>
<b>3.1 Nécessité d'une « respiration » de l'actionnariat</b>	<b>102</b>
<b>3.2 Une liquidité maîtrisée</b>	<b>102</b>
<b>LETTRE D'INTENTION TYPE DU CAPITAL-INNOVATION</b>	<b>104</b>
<b>Glossaire</b>	<b>125</b>
<b>Contribution et remerciements</b>	<b>151</b>

# AVANT-PROPOS

## Le capital-innovation, un segment incontournable du financement des start-up et des PME innovantes et de leur croissance

Le capital-innovation, segment du capital-investissement, a pour mission d'apporter des financements - essentiellement au travers de prises de participation - dans le capital de jeunes entreprises innovantes et à fort potentiel de croissance, aux premiers stades de leur développement et de les accompagner dans leur développement.

Riche d'un écosystème qui s'est fortement développé ces dernières années, le capital-innovation français fait preuve d'un réel dynamisme et se classe en 2017 au 1<sup>er</sup> rang en Europe en montants investis et en 2<sup>e</sup> position en nombre d'entreprises innovantes accompagnées.

Entre 2008 et 2018, les investissements annuels ont plus que doublé en passant de 758 M€ à 1619 M€, et le nombre d'entreprises concernées, supérieur en moyenne à 430 par an (entre 2008 et 2015), s'est fortement accru à compter de 2016 (634 entreprises financées en 2016, 847 en 2017, et 877 en 2018).

Professionnels aguerris, les acteurs français du capital-innovation ont démontré ces dernières années leur capacité à financer des projets innovants transfrontières en répondant à des demandes de financement du marché européen, voire international.

Ainsi, à titre d'illustration, en 2017, l'étude d'impact économique de France Invest<sup>1</sup> démontre que 22% des entreprises accompagnées par les acteurs français sont des entreprises domiciliées hors de France (dans un autre état de l'Union européenne ou hors de l'Union européenne).

## Un marché français dynamique et diversifié du Capital-innovation

De nouveaux canaux de financement se sont développés ces dix dernières années. Le financement participatif et le capital-investissement d'entreprise ou « *corporate venture* » sont venus renforcer l'écosystème. Ces acteurs s'inscrivent durablement dans le paysage des professionnels du financement de l'innovation qui comptaient historiquement déjà les *business angels* et les sociétés de gestion de portefeuille spécialisées dans le segment du capital-innovation.

En outre, cette dynamique de diversification se poursuit grâce à l'adoption en France d'une réglementation adaptée aux offres de jetons ou « *initial coin offerings* » et aux nouveaux professionnels chargés d'assurer la tenue de compte et la conservation des jetons ou d'autres actifs numériques.

Les acteurs du capital-innovation en France se sont bien diversifiés, augmentant ainsi les chances pour une entreprise de trouver son financement en fonds propres ; ils ont accru les capitaux sous gestion, renforçant ainsi leur capacité contributive par entreprise, notamment au travers de syndicats pouvant représenter aujourd'hui plusieurs dizaines de millions d'euros.

Dans un contexte de marché compétitif de dimension internationale encore loin derrière le marché du capital-innovation des États-Unis, le marché du capital-innovation français doit passer un nouveau cap en renforçant sa dimension régionale vers une stature européenne.

Enfin, le développement des fonds de « *late stage* » français est un enjeu clairement identifié par les pouvoirs publics. Dans son rapport sur le financement des entreprises technologiques françaises (note de bas de page cf ci-dessous) remis au Ministre Bruno Le Maire en juillet 2019, Philippe Tibi recommande la création d'une dizaine de grands fonds français de « *late stage* » pour financer les très gros tickets des derniers tours de table permettant de maintenir en France les start-up les plus prometteuses, et la création d'une dizaine de grands fonds français de « *tech cotée* » pour financer les entreprises de la « *tech* » une fois qu'elles ont recours à la cotation.

Cette ambition s'est traduite concrètement lors de l'annonce par l'Élysée le 17 septembre 2019 de la mobilisation des assureurs français et d'investisseurs étrangers pour les faire souscrire dans chacune des deux thématiques en vue d'investir dans les futurs champions technologiques pour un montant de 5 milliards d'euros sur trois ans.

## Un accompagnement des dirigeants des jeunes entreprises innovantes et des PME innovantes

Le Capital-innovation ne se limite pas au simple financement en fonds propres de start-up innovantes.

Les équipes de **capital-innovation** sont bien **plus que des financiers**, apporteurs de fonds propres. Ce sont aussi de véritables **partenaires des entrepreneurs** qui les aident à viser et atteindre une forte croissance.

Au-delà des jeunes entreprises innovantes, le capital-innovation couvre également plus largement l'ensemble des **entreprises qui ont mis au point une technologie ou un business model de rupture**, que ces entreprises soient en phase d'amorçage (start-up), de démarrage commercial, ou en forte expansion.

<sup>1</sup> Source : *Etude France Invest Impact Eco et Social du CI français en 2017, 14 décembre 2018*

Source : *Rapport sur le financement des entreprises technologiques françaises* : [https://minefi.bosting.augure.com/Augure\\_Minefi/r/ContenuEnLigne/Download?id=40C3DA75-8DAB-4300-86D1-C7ED87BD9045&filename=1351%20-%20Rapport%20Tibi%20-%20FR.pdf](https://minefi.bosting.augure.com/Augure_Minefi/r/ContenuEnLigne/Download?id=40C3DA75-8DAB-4300-86D1-C7ED87BD9045&filename=1351%20-%20Rapport%20Tibi%20-%20FR.pdf)

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

France Invest note également l'apparition de conseils spécialisés, offrant à ces entreprises leurs compétences notamment en matière de levée de fonds, fusion-acquisition, recrutement, protection de la propriété intellectuelle.

### L'innovation, moteur de la croissance et de la compétitivité économique

À fin 2017<sup>2</sup>, **1602 entreprises** françaises sont soutenues par le capital-innovation français. Les entreprises accompagnées par le capital-innovation français enregistrent une forte progression de leur chiffre d'affaires et de l'emploi. Ainsi, en 2017 (analyse faite sur un échantillon de 712 entreprises françaises accompagnées par le capital-innovation français) :

- leur **CA a augmenté de +18,1%** ;
- et leur **effectif a cru de +16,6%, soit plus de 3300 emplois nets ont été créés en 2017.**

Les revenus générés par les entreprises soutenues par le capital-innovation dépassent leurs seuls chiffres d'affaires car leurs innovations sont largement diffusées au sein de l'économie via des nouveaux produits ou services. L'impact économique des entreprises accompagnées par le capital-innovation se traduit également par la valeur d'usage des innovations qui s'insèrent dans notre vie courante, qui est créatrice de richesse pour la collectivité et impulse une nouvelle dynamique à l'économie.

Les **emplois** créés dans les entreprises accompagnées par le capital-innovation sont **très qualifiés** et à fort **impact sur** la qualité de l'offre et **l'exportation**. Tout euro investi par le capital-innovation finance des ingénieurs qui développent des innovations ou des commerciaux qui visent souvent le marché international.

La **richesse créée** par les sociétés accompagnées par le capital-innovation **se traduit notamment lors de leur cession ou de leur introduction en Bourse** par des valorisations (multiples des revenus ou de rentabilité) élevées.

### Les actions de France Invest en faveur du développement du Capital-innovation en France

Outre les études de qualité produites par France Invest sur le Capital-innovation, France Invest apporte un éclairage sur la veille juridique et fiscale auprès de ses membres. A ce titre, France Invest s'est mobilisé pour l'instauration d'un amortissement sur 5 ans des investissements réalisés par toute entreprise au capital de toute entreprise innovante ou au travers de véhicules d'investissement investissant dans des entreprises innovantes en vue de développer le capital-investissement d'entreprise et renforcer l'écosystème du marché capital-innovation. France Invest a également soutenu l'extension aux véhicules de Capital-investissement du dispositif de l'apport-cession favorisant ainsi les ressources de financement en direction des start-up et des PME innovantes.

France Invest a voulu que soit renforcé le régime IR PME afin de continuer à irriguer l'épargne des français vers le financement des start-up et PME innovantes au travers des FCPI et des FIP.

France Invest a mis à jour ce guide afin d'informer et de partager avec l'ensemble des intervenants de l'écosystème les dernières évolutions de marché en matière de bonnes pratiques de financement des start-up et des PME innovantes. Travail de longue haleine, ce guide est la deuxième édition

Nos remerciements s'adressent à l'ensemble des contributeurs, et plus particulièrement à Pierre-Louis Périn, Thomas Galloro, Etienne Jacquemin et France Vassaux, qui ont su animer et coordonner ce travail de complétude et d'enrichissement de ce guide pour que cette deuxième édition puisse voir le jour.

#### France Invest

Dominique Gaillard, Président de France Invest, Senior Advisor Ardian France

Antoine Papierniek, co-président de la Commission Capital-innovation, Managing Partners, Sofinnova

Philippe Herbert, Co-président de la Commission Capital-innovation, Managing Partner, Kréaxi

Jérôme Faul, ancien président de la Commission Capital-innovation et Président d'Innovacom Gestion

#### Bpifrance

Nicolas Dufourcq, Directeur général de Bpifrance

#### France Angels

Tanguy de la Fouchardière, Président de France Angels

#### Euronext

Stéphane Boujnah, Président Directeur Général d'Euronext

#### Idinvest Partners

Benoist Grossmann, Managing Director d'Idinvest Partners et membre du Conseil d'administration de France Invest

<sup>2</sup> Source : Etude France Invest Impact Eco et Social du CI français en 2017, 14 décembre 2018

# PRÉSENTATION DU GUIDE DES BONNES PRATIQUES

## POURQUOI ?

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

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

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

## POUR QUI ?

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

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

## COMMENT ?

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

Pour cette deuxième édition, ce guide, fondé sur les travaux menés de 2017 à 2018 par le groupe de travail « Bonnes Pratiques », a été actualisé en vue de prendre en compte l'évolution tant de l'environnement juridique (AIFMD, MIFID 2 et la réforme du droit des contrats) et fiscal que de la chaîne de financement qui a vu apparaître de nouveaux acteurs.

## LES « BONNES PRATIQUES »

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

Au travers de son association France Invest, la profession mène une réflexion en profondeur sur ses pratiques et sur les progrès à réaliser. Cet effort de standardisation et de simplification de ses opérations facilite les investissements et les désinvestissements. Ces « bonnes pratiques » visent à partager un savoir-faire et une expérience. Elles présentent un intérêt didactique et d'apprentissage, mais elles ne définissent aucune norme à laquelle chacun devrait se plier. Chaque dossier a ses spécificités et chaque acteur garde sa liberté de définir la marche à suivre dans un contexte donné.



## LA LETTRE D'INTENTION TYPE

Ce Guide propose une lettre d'intention-type, décrivant les termes et conditions d'un investissement en capital-innovation et destiné à marquer un premier accord de principe entre investisseurs et entrepreneurs (cf. CHAPITRE 1.3.3 et le modèle en Annexe).

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

Ce modèle, paru dès février 2006, a été mis à jour pour la parution de cette nouvelle édition du Guide et traduite en anglais par France Invest.

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

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

La diffusion de ce modèle, qui a rencontré un vrai succès, a contribué à rapprocher des pratiques parfois très différentes.

Ce modèle est ainsi devenu un standard et une référence à la fois pour les investisseurs et les entreprises à la recherche de financements.

## LE GLOSSAIRE DU CAPITAL-INNOVATION

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

CHAPITRE

1







# LA PRISE DE PARTICIPATION ET LE FINANCEMENT

*Les modes de financement des jeunes entreprises se diversifient. Parmi ceux-ci, le capital-innovation représente une option de premier choix, car il donne accès à des fonds importants, gérés par des professionnels prêts à accompagner les fondateurs et les premiers investisseurs dans le développement de leur entreprise. Les modes d'intervention sont rodés et permettent de bien structurer l'investissement, dans la durée.*

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

## LE TEMPS DE L'INVESTISSEMENT

	PHASE PRÉPARATOIRE	POURPARLERS	FORMALISATION	PRÉ-CLOSING	CLOSING
ENTREPRENEURS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Préparation du Business Plan, d'un memorandum d'information, d'une base de données/data room</li> <li>• Identification d'un cercle d'investisseurs cible</li> <li>• Premiers contacts</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Signature de la lettre d'intention (L.O.I ou term sheet)</li> <li>• Début de l'exclusivité</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Assemblée Générale</li> <li>• Signature du pacte d'actionnaires (et le cas échéant mini-pacte)</li> <li>• Signature de la Garantie</li> <li>• Souscription des titres</li> </ul>
INVESTISSEURS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Présélection des dossiers</li> <li>• Premiers contacts</li> <li>• Validation des engagements/ obligations professionnelles de confidentialité</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Négociations des termes économiques de l'opération</li> <li>• Réalisation d'audit et d'études préalables</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Audits juridiques, financiers, propriété intellectuelle, techniques</li> <li>• Préparation des annexes à la Garantie</li> <li>• Levée des éventuelles conditions suspensives</li> <li>• Obtention des autorisations requises au niveau de l'Investisseur</li> <li>• Mise en route des opérations de droit des sociétés</li> <li>• Due diligence KYC (Lutte contre le blanchiment de capitaux, etc.)</li> </ul>	

# 1. LES DISCUSSIONS PRÉPARATOIRES

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

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

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

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

Le processus de prise de participation est d'une durée variable selon la maturité du projet et les moyens mis en œuvre. La phase d'échange et de vérification d'informations est un gage du sérieux du projet d'entreprise et améliore grandement ses chances de réussite. De ce point de vue, le financement par des investisseurs en capital-innovation sélectionne et valide les meilleurs projets de start up, appréciés par rapport à leurs critères d'investissement.

## 1.1 Préparation du *business plan*

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

Classiquement, il traite des points suivants :

- les produits et services offerts - originalité/avantage compétitif,
- la dynamique et le potentiel de marché - positionnement concurrentiel,
- l'organisation présente et à venir (ressources humaines, logistiques, commerciales ; structure juridique...),
- les données et projections financières (compte de résultats, bilan, *cash-flows*),
- opération proposée (montant, forme juridique...),
- l'utilisation prévue des fonds apportés, et leur adéquation aux besoins à court et moyen terme,
- les sources de financement complémentaires non dilutives envisagées (*kickstarter*, subventions, prêts, aides Bpifrance...),
- le cas échéant, les futures levées de fonds à prévoir.

Le *business plan* est nécessairement un compromis, qui doit éviter certains écueils : à la fois synthétique (pouvant avoir recours à des annexes pour traiter plus en détail certains points techniques jugés importants) et précis, il doit être vendeur sans pour autant travestir la réalité ou nier les difficultés. Des informations erronées, des affirmations exagérément optimistes comme la non divulgation de faits importants conduiront à la fermeture immédiate du dossier par les investisseurs, qui conserveront une image très négative de l'entrepreneur et de son conseil.

La partie consacrée aux données et projections financières ne doit pas simplement comporter des tableaux chiffrés, mais devra fournir des commentaires sur les chiffres clés et présenter les principales hypothèses sous-jacentes aux prévisions. Ces tableaux permettent de réaliser des simulations et d'apprécier la sensibilité du modèle aux hypothèses clés. Pour ces raisons, il ne faut pas hésiter à transmettre les fichiers excel du *business plan* aux investisseurs ; réciproquement, ceux-ci peuvent transmettre les fichiers présentant les hypothèses d'ajustement (v. § 2.2 et chapitre 3) aux entrepreneurs.

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

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

## 1.2 Sélection des dossiers par les investisseurs en capital-innovation

### Traitement du *deal flow*

Les investisseurs en capital-innovation reçoivent chacun en général plusieurs centaines de propositions d'investissement par an. Ce *deal-flow* (ou flux d'affaires) donnera lieu à quelques investissements, dont le nombre et le montant total sont généralement prévus en début d'année par l'équipe de gestion en fonction des critères d'investissement du fonds (secteurs d'activité, phase de développement, montant). Il en résulte une forte sélectivité, qui oblige à un premier tri rapide basé sur des critères d'éligibilité propres à chaque société de gestion et chaque fonds géré afin de concentrer les moyens de l'équipe de gestion sur les opportunités jugées comme répondant le mieux à la politique d'investissement et présentant une forte probabilité d'aboutissement.

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

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

### Critères de sélection

Les investisseurs en capital-innovation ont généralement une stratégie d'investissement qui définit leur périmètre d'intervention. Certains critères sont directement liés au fonctionnement de l'investisseur :

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

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

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

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

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

#### Recommandations pour les entrepreneurs

- Bien viser les types d'investisseurs susceptibles d'être intéressés (voir notamment l'annuaire de France Invest).
- Vérifier auprès de l'investisseur s'il recommande un dossier-type.
- Synthétiser le dossier dans un résumé d'une page.
- La discussion avec les investisseurs peut être facilitée par l'intervention d'un conseil leveur de fonds. Les meilleurs leveurs de fonds savent défendre l'intérêt du dossier et privilégient le financement du projet sans vouloir surprotéger les fondateurs.

#### Recommandations pour les investisseurs

- Répondre rapidement aux envois de demandes de financement, y compris en cas de réponse négative.

### Adéquation du projet avec le financement par le capital-innovation

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

- une innovation de rupture du business model ou des produits,
- une forte barrière à l'entrée par la propriété intellectuelle (brevets, marques) et/ou l'intensité capitalistique (biotechnologies, industrie...).
- une corrélation mesurée entre produits et charges (ex : éditeur logiciel).

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

## 1.3 Des premiers échanges aux premières rencontres

### Intermédiation par un leveur de fonds

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

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

## Échange de documents et confidentialité

Les premiers documents sont fréquemment adressés à l'investisseur accompagnés d'un engagement de confidentialité (ou *NDA* pour *non disclosure agreement*) à signer par l'investisseur afin qu'il puisse avoir accès à un memorandum d'information plus complet. Ces *NDA* sont parfois très détaillés et comportent des clauses d'application malaisée voire impossible pour des investisseurs (telles par exemple l'obligation de destruction de tous les documents contenant de l'information communiquée ou des engagements de non-concurrence et de non-débauchage). Concrètement, certains investisseurs n'acceptent de signer que leur propre modèle de *NDA* et d'autres refusent totalement la signature de tels engagements. Il faut ici mentionner que les investisseurs membres de France Invest sont tenus par une obligation générale de confidentialité et de loyauté<sup>3</sup> et qu'ils sont tenus en vertu de leurs règles professionnelles de mettre en place des procédures internes pour traiter les dossiers de manière professionnelle et protégée. Par ailleurs, la réforme du droit des obligations entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2016 a introduit à l'article 1112-2 du Code civil une obligation légale de confidentialité qui s'impose désormais à toutes les parties dans le cadre des négociations précontractuelles. La signature d'un engagement de confidentialité n'apporte donc pas grand-chose de plus. À l'inverse, la négociation pointilleuse d'un *NDA* est en général une perte de temps qui ne contribue pas à créer le meilleur climat entre les parties.

### Recommandations pour les entrepreneurs

- Se reposer sur les obligations professionnelles de confidentialité des investisseurs (v. Guide, § 1.3), ce qui permet de ne pas perdre de temps à négocier des engagements de confidentialité inutilement détaillés.

### Recommandations pour les investisseurs

- Respecter le devoir de confidentialité et de loyauté des adhérents de France Invest.

## Sélection des conseils juridiques et prise en charge des frais

Plusieurs parties prenantes interviennent tout au long du processus. Parmi les parties prenantes de l'opération figurent notamment les conseils juridiques qui accompagneront les entrepreneurs et les investisseurs dans l'élaboration de la documentation juridique mais aussi les commissaires aux comptes qui sont susceptibles d'intervenir à différentes étapes du processus. Il est important que les conseils juridiques choisis soient aguerris à ce type d'opérations d'investissement. Il convient également d'anticiper le coût de leur prestation.

### Recommandations pour les entrepreneurs

- Choisir un conseil ayant une réelle expérience de ces opérations. Les recommandations du réseau de l'entrepreneur, les guides de classement spécialisés ou même une discussion avec l'investisseur peuvent aider dans cette recherche.
- Les mêmes recommandations valent pour le choix du commissaire aux comptes, ainsi que de tout commissaire devant intervenir pour des actions de préférence, des apports en nature ou des avantages particuliers.

### Recommandations pour les investisseurs

- Négocier un budget compatible avec les moyens et proportionné aux enjeux.
- Les frais des investisseurs pourront être mis à la charge de la société-cible, dans la limite de plafonds à préciser, dans deux cas :
  - si l'opération se réalise, ou,
  - si la société-cible renonce d'elle-même à réaliser le projet d'investissement.
 Ces différents cas sont à préciser dans la lettre d'intention.

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



## Comment tirer le meilleur parti des réunions de présentation

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

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

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

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

## Préparer et organiser la data room

Dans le cadre du processus d'investissement, il est constitué un lieu où l'ensemble des documents juridiques, fiscaux, comptables et économiques de la société cible sont mis à la disposition des investisseurs potentiels et de leurs conseillers. Il s'agit de la *data room*. La mise à disposition de toute la documentation de la société cible est une étape importante qu'il convient d'anticiper.

La *data room* est le plus souvent sous forme électronique. Dans ce cas, les documents sont numérisés, classés et indexés afin de permettre aux investisseurs potentiels de les consulter à distance via un extranet sécurisé ou un site internet dédié.

### Recommandations pour les entrepreneurs

- Jouer le jeu de la transparence et de la sincérité.
- Créer sur un serveur dédié une « data room électronique » permettant de gérer les accès n'est pas forcément nécessaire, mais il faut tenir à jour et mettre à disposition les documents demandés (table de capitalisation, registres, contrats importants, droits de propriété intellectuelle...).
- Les retards et oublis sont sources de décalage et de frais.
- Les mauvaises surprises de dernière minute ont un effet désastreux.

### Recommandations pour les investisseurs

- Communiquer assez tôt la liste de documents et de vérifications qui seront effectuées entre la signature de la lettre d'intention et le *closing*.
- Coordonner vos demandes avec vos co-investisseurs.
- Il est recommandé (et en ligne avec l'obligation d'information du Code civil) de prévoir une discussion avec la Société sur les résultats des audits, voire de lui communiquer les rapports d'audits si la société a payé les audits.

## 2. LA VALORISATION ET LE PARTAGE DE LA VALEUR CRÉÉE

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

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

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

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

*In fine*, la valorisation retenue sera nécessairement un compromis entre :

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

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

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

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

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

## 2.2 Les mécanismes d'ajustement du prix d'entrée

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

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

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

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

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

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

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

### Recommandations pour les entrepreneurs

- Respecter la valeur de l'argent investi.
- S'engager à rester suffisamment longtemps dans l'entreprise pour mener à bien le projet présenté à l'investisseur.
- Apporter à la société en pleine propriété les actifs nécessaires à son développement (droits de propriété intellectuelle notamment).

### Recommandations pour les investisseurs

- Respecter le projet et ceux qui le portent depuis le démarrage.
- Valoriser les apports mais aussi le projet.
- Savoir s'adapter à chaque projet et ne pas plaquer des modèles de structuration de deals tout fait.

## 2.3 Le partage de la valeur entre actionnaires

### Les actionnaires existants et les autres sources de financement

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

Chaque tour de financement permet de faire grandir l'entreprise. La structure de la société, et spécialement son capital et sa gouvernance, évoluent à chaque étape en fonction des demandes des investisseurs, ce qui peut conduire à remettre à plat les accords existants. Les fondateurs doivent prendre garde aux systèmes trop contraignants ou manquants de sécurité juridique, qui peuvent bloquer les levées de fonds futures. À cet égard, les levées de fonds sur la *blockchain* (*Initial Coins Offering* ou *ICO*) présentent un potentiel excitant mais sont encore loin d'être normalisées début 2018, ce qui doit inciter à une certaine prudence.

Les investisseurs en capital-innovation reconnaissent une valeur fondatrice aux premiers capitaux levés et respectent ces différents acteurs et partenaires.

### Le Crowdfunding ou financement participatif<sup>4</sup>

Des plateformes de financement participatif proposent un financement en fonds propres aux jeunes entreprises, dans un cadre réglementé en France depuis 2014. Deux associations regroupent les principales plateformes : l'association Financement Participatif France ([www.financeparticipative.org](http://www.financeparticipative.org)) et l'Association française de Financement Participatif ([www.afip-asso.fr](http://www.afip-asso.fr)). Ces plateformes interviennent en qualité d'intermédiaire, en mettant en relation des investisseurs non professionnels et des entreprises afin de répondre à un besoin de financement en fonds propres identifié. Elles se rémunèrent en prélevant une commission sur les levées de fonds réalisées.

Selon les modèles, ces plateformes présentent des sociétés nouvelles ou déjà financées, et les levées de fonds se montent parfois en co-investissement avec des fonds d'investissement ou des *business angels*. Il existe des partenariats entre certaines plateformes et des investisseurs en capital-innovation (par exemple le partenariat entre *ldinvest Partners* et *Smart Angel*).

Ce mode de financement fait l'objet de règles particulières ayant pour objet la protection des investisseurs non professionnels, mais les plateformes ne sont tenues de réaliser que des diligences limitées sur les sociétés et sur la valorisation proposée. Certaines plateformes s'impliquent dans la négociation des accords entre leurs investisseurs et la société levant des fonds, ainsi que dans le suivi de leur relation, mais ce n'est pas toujours le cas.

#### Recommandations en cas de financement par le Crowdfunding

Lorsqu'un investisseur en capital-innovation intervient dans une société s'étant financée par une plateforme de financement participatif, il est recommandé de porter attention aux points suivants :

- s'assurer que les frais levés par la plateforme ne portent pas indifféremment sur les montants levés à travers elle et en dehors d'elle,
- s'assurer du suivi des investisseurs de la plateforme, par celle-ci ou par la société ayant levé les fonds, afin d'éviter les titres en déshérence,
- certaines plateformes proposent de regrouper systématiquement au sein d'un holding les investisseurs non professionnels d'un même projet. Cette structure présente l'avantage de faciliter la gestion dans la durée des investisseurs non professionnels, et la relation avec les autres investisseurs.

<sup>4</sup> La Commission Capital-innovation de France Invest remercie Mme Stéphanie Savel, présidente de *Wiseed* et de l'association *Financement Participatif France*, ainsi que M. Benoît Bazzocchi, président de *Smart Angels* et président d'honneur de l'Association Française de Financement Participatif, pour la réunion de discussion du 21 juin 2017 qui a permis de croiser les expériences de financement et d'approfondir les voies de coopération entre le capital-innovation et le financement participatif.

### Les *business angels*

Les investisseurs en capital-innovation valorisent l'expertise et le soutien apportés par les premiers actionnaires, et spécialement par les *business angels* qui apportent à l'entreprise non seulement des fonds mais aussi des conseils et une ouverture sur l'extérieur.

Les *business angels* sont des personnes physiques qui investissent directement (parfois via des holdings patrimoniales), sous leur seule responsabilité. Il existe différents types de *business angels* :

- Il peut s'agir d'individus isolés, qui sont le cas échéant des relations des fondateurs ; ils participent ou pas à la gouvernance de l'entreprise, selon leur souhait, leurs relations avec les fondateurs et l'importance de leur propre investissement ;
- les réseaux de *business angels* coordonnent l'instruction, la négociation (valorisation, pacte) et l'accompagnement (éventuellement la présence au comité stratégique) par l'intervention sur chaque dossier d'un ou plusieurs membres de leur réseau. La décision d'investissement et l'exercice des droits d'associés reste individuel et de la responsabilité de chaque *business angel*.

### Représentation des *business angels* dans la société

La participation des *business angels* dans la société peut revêtir plusieurs formes :

- Dans le cas où les investisseurs individuels provenant de réseaux sont nombreux, et pour des sociétés dont le développement demande des levées de fonds importantes et répétées, les investisseurs individuels peuvent être regroupés dans un ou des accords de représentation au sein des réseaux de *business angels* qui prévoient, pour les décisions soumises aux actionnaires, l'élaboration et l'expression d'une position commune qui sera réputée endossée par l'ensemble des investisseurs signataires de cet accord ;
- Les investisseurs individuels peuvent également investir via des sociétés d'investissement de *Business Angels* (SIBA), ou des holdings intermédiaires dédiées. Les coûts de gestion des sociétés et les frottements fiscaux à la sortie, en l'absence d'un régime de transparence fiscale pour ces sociétés, sont un frein à la généralisation de ces véhicules pour les tickets d'une certaine importance unitaire. Mais ces holdings présentent des avantages en termes de gouvernance et de suivi de cet actionariat.

### Quelle que soit la structure retenue, on peut suivre les recommandations suivantes :

- Il faut limiter les cas où les décisions réclament l'unanimité des *business angels*, ou des autres catégories d'associés, pour éviter le blocage qui serait dû à la difficulté de recueillir un vote favorable de tous les associés.
- Il est utile d'avoir affaire à un chef de file représentant tous les *business angels*.
- Des modes de consultation dématérialisés (vote en ligne, consultation par emails, etc.) peuvent faciliter la gestion de ces associés, dans les limites permises par le droit des sociétés (voir § CHAPITRE 4.1).

#### Recommandations pour les entrepreneurs

- Bien structurer la société en cas de financement préalable par les *friends & family*, des *business angels* ou par le *Crowdfunding*.
- Éviter les montages bloquant les financements futurs de la société.
- Il existe plusieurs systèmes de représentation des actionnaires. L'emploi d'une holding regroupant tous ou certains investisseurs, ou tout autre système de représentation *ad hoc*, simplifie grandement la conclusion des accords avec le nouvel investisseur.
- Il est indispensable de garder le contact avec les investisseurs déjà présents et de bien enregistrer les évolutions dans le capital.

#### Recommandations pour les investisseurs

- Tirer parti de la présence éventuelle de *business angels* et du travail qu'ils ont réalisé avec l'entrepreneur, et dialoguer avec eux avant et après l'investissement. Selon les cas, il pourra être utile de leur conserver une place au conseil d'administration ou de surveillance de l'entreprise.
- Demander, en amont, quels sont les actionnaires déjà présents qui entendent participer au nouveau tour de financement.

### Dilution et droits des nouveaux entrants

Généralement, les investisseurs en capital-innovation injectent leurs fonds directement dans l'entreprise, qui en a besoin pour se développer. Il est plus rare que cet investissement soit dédié au rachat des parts des actionnaires existants.

Toutefois, il est possible d'engager une discussion sur la sortie des premiers investisseurs (*cash out*), immédiatement ou à terme, partielle ou totale. En revanche, il est très important que les fondateurs dirigeants restent fortement impliqués ; la cession de leur participation n'est souvent envisageable qu'à terme et de manière contrôlée par des clauses dites de « respiration » (voir § 10 et Annexe Annexe F § 1 de la lettre d'intention type).

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

Chaque actionnaire ayant investi dans une société ayant besoin de financements en fonds propres importants ou répétés, et éligibles au capital-innovation, doit savoir qu'il a le droit de suivre ou de ne pas suivre les augmentations de capital ouvertes aux associés, mais qu'il ne doit pas bloquer dans son seul intérêt une levée de fonds nécessaire à l'intérêt de l'entreprise. Un actionnaire qui ne veut ou ne peut pas suivre les nouvelles levées doit accepter d'être dilué.

Il doit également accepter que, conformément aux pratiques du marché, les nouveaux entrants demandent des droits spécifiques justifiés par le risque pris par eux et par la valorisation demandée, ce qui conduit souvent au remboursement prioritaire de l'argent investi à la valorisation la plus élevée (voir § 2.2 et les exemples CHAPITRE 3.3).

### Table de capitalisation

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

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

## 2.4 Les mécanismes d'intéressement des dirigeants et salariés

Les investisseurs sont convaincus que la performance globale de l'entreprise passe par une gestion attentive du capital humain. Comme le souligne la Charte d'engagements des Investisseurs pour la Croissance<sup>5</sup>, la réussite du partenariat entrepreneurial nécessite un alignement des intérêts des acteurs, parties prenantes du projet, ainsi qu'un partage de la valeur créée tenant compte des risques pris et de la contribution de chacun d'eux. C'est pourquoi les investisseurs signataires de cette Charte s'engagent à promouvoir le partage de la création de valeur en associant les salariés aux fruits de la performance de l'entreprise par les mécanismes de participation ou d'intéressement, ou par un large accès des salariés au capital ou aux plus-values éventuelles.

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

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

D'autres donnent accès au capital lui-même, le plus souvent avec un effet différé et sous conditions (actions gratuites, bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE) sous forme de bons de souscription d'actions (BSA), options de souscription ou d'achat d'actions, plan d'épargne entreprise (PEE), apports en industrie, ...).

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

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

- L'intéressement a pour objet premier d'impliquer et de motiver les parties prenantes. Il est un élément clé pour attirer et retenir au sein de l'entreprise les personnes compétentes,
- Ce qui compte réellement, c'est l'accès à la plus-value réalisée lors d'une cession des actions. Cela réduit l'intérêt des outils (intéressement, apports en industrie) donnant accès aux bénéfices annuels, qui pourraient ne pas être au rendez-vous pendant plusieurs années. Il faut aussi prendre garde aux outils (actions gratuites) qui sont incessibles pendant les premières années, car ils peuvent devenir une vraie complication si dans cette phase un acheteur veut acquérir tout le capital social,
- Le risque en capital étant supporté pour l'essentiel par les investisseurs, il peut être prévu que les titulaires d'actions ordinaires (y compris les actions gratuites ou celles reçues sur exercice des BSPCE, le cas échéant) n'ont droit à une part de la plus-value qu'après que les actions de préférence des investisseurs aient reçu leur propre rémunération (voir CHAPITRE 3.3),
- Il est très important que la participation au capital des fondateurs et dirigeants (y compris les actions gratuites et BSPCE) récompense la valeur réelle de la contribution de chacun. Il faut donc définir les conditions de présence et/ou de résultat (*vesting*) qui permettront de conserver ou d'exercer ces titres de capital ou au contraire de les réattribuer (par exemple, éviter que les BSPCE ou les actions gratuites soient conservées par des personnes ayant quitté l'entreprise, qui ne contribuent donc pas ou plus à l'effort commun),
- Chaque nouveau tour de table pose la question de la remise à niveau des plans d'intéressement, pour pallier en tout ou partie l'effet dilutif résultant des refinancements de la société.

Malheureusement, la mise en place de tels instruments va rarement sans complexités juridiques. La loi crée certaines contraintes qui peuvent compliquer les opérations de refinancement à venir, telles que l'existence des « masses » de valeurs mobilières donnant accès au capital (voir le Glossaire).

Lors de la mise en place des mécanismes d'intéressement des dirigeants et salariés au capital, il est très important d'éviter les requalifications en traitements et salaires, dans le cadre permis par les différents mécanismes. Pour ce faire, il est nécessaire de prendre en compte les évolutions des régimes sociaux et fiscaux de ces mécanismes.

<sup>5</sup> La Charte d'engagements des investisseurs pour la croissance est un document émis par France Invest adopté en Juin 2008 et dont le contenu a évolué en 2014, auquel de très nombreux investisseurs ont adhéré ([www.franceinvest.eu](http://www.franceinvest.eu)).

### EXEMPLE - TABLE DE CAPITALISATION

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

Exemple d'une société créée par des fondateurs ayant apporté 40 000€ (souscription de 4 000 actions ordinaires à 10€ par action). La société réalise une augmentation de capital de 2M€ souscrite par 2 investisseurs sur la base d'une valorisation avant augmentation (*pre-money*) de 4M€, soit un prix de 1000€ par action souscrite par les Investisseurs.

La société émet également des BSPCE (Bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise) en faveur des managers, portant sur 5% du capital pleinement dilué et donnant droit de souscription à des actions ordinaires, comme celles des fondateurs, moyennant un prix d'exercice de 1000€ par action.

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

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

Actionnaires	Actions	%	Actions	Montants (€)	Actions	%	Actions	Montants (€)	Actions	%
Fondateur X	1800	45,0			1800	30,0			1800	28,5
Fondateur Y	1200	30,0			1200	20,0			1200	19,0
Fondateur Z	1000	25,0			4000	16,7			1000	15,8
<b>Sous-total Fondateurs</b>	<b>4000</b>	<b>100,0</b>			<b>4000</b>	<b>66,7</b>			<b>4000</b>	<b>63,3</b>
Investisseur A			1000	1000 000	1000	16,7			1000	15,8
Investisseur B			1000	1000 000	1000	16,7			1000	15,8
<b>Sous-total Investisseurs</b>			<b>2000</b>	<b>2000 000</b>	<b>2000</b>	<b>33,3</b>			<b>2000</b>	<b>31,7</b>
Plan BSPCE managers							316	316 000	316	5,0
<b>Total</b>	<b>4000</b>	<b>100,0</b>	<b>2000</b>	<b>2000 000</b>	<b>6000</b>	<b>100,0</b>	<b>316</b>	<b>316 000</b>	<b>6316</b>	<b>100,0</b>
<b>Nominal par action</b>			<b>10€</b>				<b>10€</b>			
<b>Prime par action</b>			<b>990€</b>				<b>990€</b>			
<b>Prix par action</b>			<b>1000€</b>				<b>1000€</b>			
<b>Valeur</b>	<b>4 000 000€</b>				<b>6 000 000€</b>				<b>6 316 000€</b>	



## 3. L'ÉTAPE DE LA LETTRE D'INTENTION

### 3.1 Une lettre d'intention, pour quoi faire ?

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

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

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

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

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

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

En principe, la lettre d'intention n'a pas valeur d'engagement des parties pour la réalisation finale de l'investissement : elle reste une expression d'intérêt et de l'intention de poursuivre les négociations en vue de trouver un accord final (*non binding*). Elle précise les conditions qui devront être réunies pour aboutir à la réalisation de l'investissement.

Elle permet de donner un cadre sécurisé aux relations précontractuelles, en précisant le cas échéant les conditions d'exclusivité et de confidentialité, le partage des frais ainsi que le choix du droit applicable et de la juridiction compétente. Le droit français reconnaît simplement que les parties ayant signé une telle lettre d'intention ont l'obligation de négocier de bonne foi en vue de réaliser l'investissement.

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

### 3.2 Le contenu de la lettre d'intention

Dans le domaine du capital-innovation, où s'est développée une ingénierie financière parfois complexe, la lettre d'intention doit présenter de manière claire les mécanismes proposés (ajustement de prix, anti-dilution, droits de préférence...). Pour faciliter sa lecture et permettre de mesurer les conséquences des mécanismes proposés, il est recommandé d'annexer à la lettre d'intention une table de capitalisation détaillée et des exemples d'application des formules retenues (voir § 2.4 et chapitres 3.2 et 3.3).

Comme il s'agit ici d'un investissement qui fera entrer les investisseurs dans le capital de la société, aux côtés des fondateurs et des actionnaires existants, la lettre doit donner des indications sur la gouvernance de la société. Les investisseurs en capital participent à la vie de la société, mais ils n'ont pas vocation à assurer sa gestion qui reste du domaine des dirigeants. Il faut cependant définir comment seront composés les organes de direction, comment seront prises les décisions stratégiques, quelles informations seront transmises aux investisseurs (voir chapitres 2.3 et 2.4 de ce Guide).

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

### 3.3 La lettre d'intention type de France Invest

La Commission Capital-innovation de France Invest, dans le cadre du groupe de travail Bonnes Pratiques réunissant des praticiens de ces opérations, investisseurs et conseils, a rédigé un modèle de lettre d'intention destiné à être utilisé par tous, investisseurs et entrepreneurs, dans le cadre de leurs négociations<sup>6</sup>.

Ce modèle figure en Annexe du présent Guide et peut être téléchargé sur le site de France Invest ([www.franceinvest.eu](http://www.franceinvest.eu)).

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

## 4. LA RÉALISATION DE L'INVESTISSEMENT

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

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

### 4.1 Syndication

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

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

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

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

### 4.2 Due Diligences

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

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

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

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

<sup>6</sup> Le premier modèle de lettre d'intention, mis au point en 2006, a été revu et mis à jour pour la parution de ce Guide en 2018. Pour plus d'explications, voir la partie Présentation de ce Guide.

Enfin, dans tous les cas, il faudra vérifier la table de capitalisation, c'est-à-dire des titres composant le capital et des droits d'accès à ce capital (voir le § 2.4 ci-dessus).

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

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

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

La situation de la société et de ses éventuelles filiales fera usuellement l'objet de déclarations et garanties au bénéfice des nouveaux investisseurs (voir § 11.1 de la lettre d'intention type). Les audits ne peuvent pas remplacer ces déclarations préparées par les dirigeants et fondateurs, mais leur résultat aidera à préciser les déclarations à faire sur la société.

## 4.3 Conditions préalables

- La lettre d'intention indique les conditions qui devront être remplies avant de conclure l'opération. On retrouve souvent les conditions suivantes :
  - signature par l'ensemble des actionnaires de la société et par les investisseurs de la documentation juridique nécessaire (voir § 4.4 ci-dessous),
  - réalisation des audits (voir § 4.2 ci-dessus), dont les conclusions devront être satisfaisantes pour les investisseurs,
  - dans certains cas, l'organe décisionnaire chez les investisseurs devra encore donner son accord final sur la réalisation de l'investissement,
  - certaines sociétés devront obtenir le label d'entreprise innovante, qui est une condition importante pour l'investissement des fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI). On peut demander également le bénéfice d'un concours de Bpifrance ou autre (voir § 1.1).
- Pendant la période entre la signature de la lettre d'intention et la réalisation de l'investissement (closing), il peut se produire des événements défavorables affectant directement ou indirectement la société, de manière substantielle. Les clauses de *Material Adverse Change* ou « MAC » indiquent que dans ce cas les investisseurs ne seront pas tenus de réaliser l'investissement. Ce genre de clause est cohérent dans le cadre d'une lettre d'intention qui, on l'a vu, n'a pas de caractère juridiquement liant (voir § 3.1 ci-dessus).
- Certaines procédures de vérification et de prévention font partie intégrante du processus d'investissement et de désinvestissement. À ce titre, les investisseurs en capital sont tenus, de par la loi, les règles et les principes de France Invest :
  - de procéder à toute vérification du bénéficiaire effectif de l'investissement et généralement de l'ensemble des parties prenantes (i.e. la société, les actionnaires personnes physiques et morales, les dirigeants et le cas échéant, les personnes pour le compte desquelles ils agissent) dans le cadre de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme ;
  - de s'assurer de la prévention et de la gestion de tout conflit d'intérêt potentiel entre l'équipe de gestion et les investisseurs.

## 4.4 Signature des documents juridiques et *Closing*

Les conseils juridiques de l'investisseur et de l'entreprise se répartissent le travail de rédaction des actes juridiques.

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

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

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

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

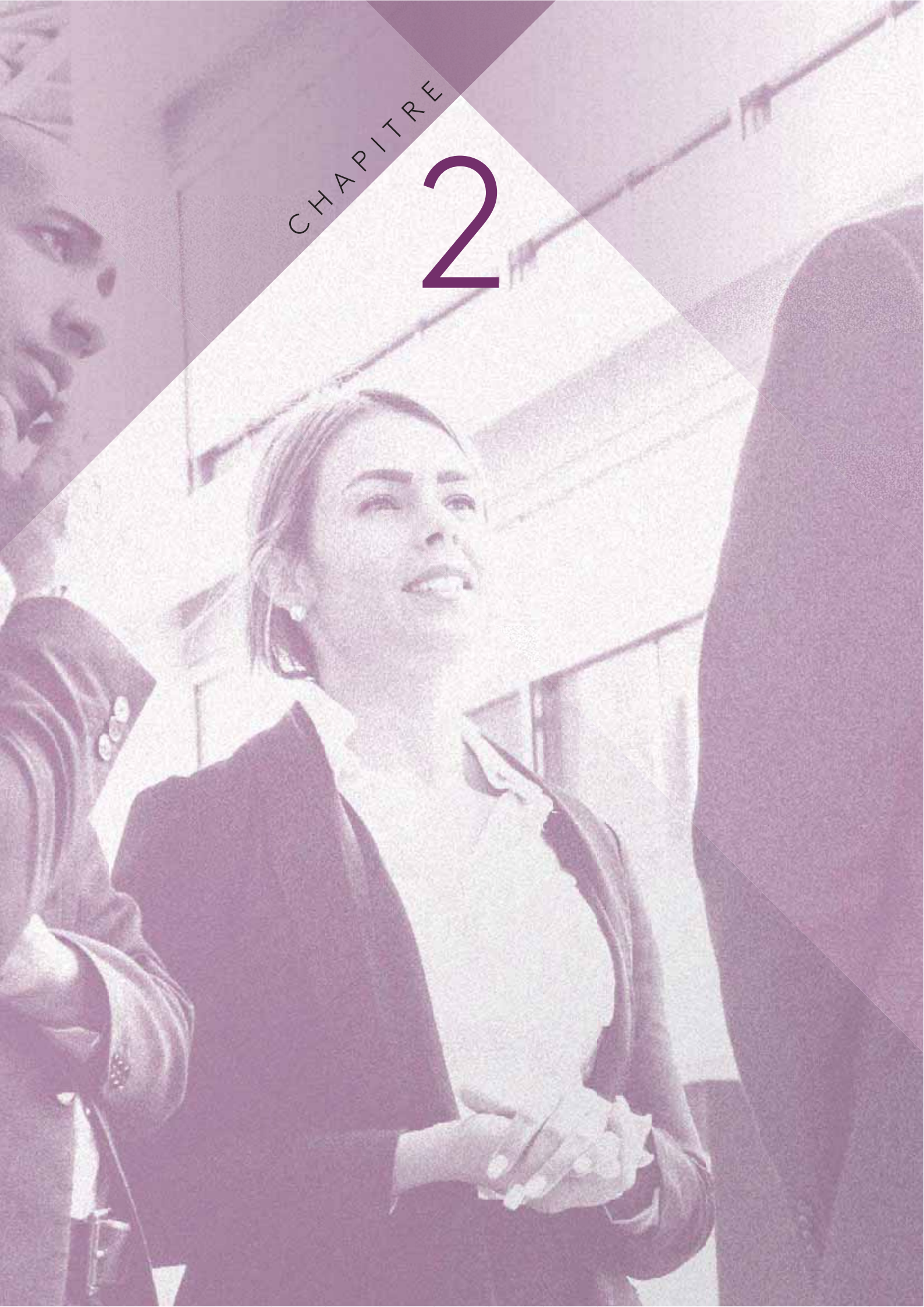






CHAPITRE

# 2





# LE DIALOGUE ENTREPRENEUR – INVESTISSEUR

*Comment bien vivre ensemble entre entrepreneurs et investisseurs ? Comment l'entreprise peut-elle tirer profit de l'expérience des professionnels de l'investissement ? Quels sont les rôles de chacun ? Comment instaurer une relation de confiance entre les parties prenantes de l'entreprise ?*

*La nouvelle organisation définie lors de l'entrée des investisseurs (voir §8 de la lettre d'intention type) va structurer ce dialogue, pendant toute la durée de la participation.*



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

# 1. GOUVERNANCE ET CAPITAL-INNOVATION : PRINCIPES GÉNÉRAUX

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

La gouvernance représente l'organisation de la gestion et du contrôle de l'entreprise, c'est-à-dire l'ensemble des organes et règles de décision, d'information et de surveillance permettant aux acteurs et parties prenantes d'une société (actionnaires, dirigeants, salariés, contrôleurs) de voir leurs intérêts respectés et leurs voix entendues dans le fonctionnement de celle-ci<sup>7</sup>.

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

## 1.1 Gouvernance, création de valeur et intérêt social

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

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

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

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

La gouvernance n'est pas seulement un contrat entre les dirigeants et les actionnaires. Les choix d'organisation s'inscrivent dans le cadre légal du droit des sociétés. La première responsabilité des actionnaires et des dirigeants consiste à respecter le cadre légal et statutaire. Veiller au respect des lois, conventions, règles et droits est le quatrième engagement figurant dans la Charte d'engagements ses investisseurs pour la croissance éditée par France Invest.

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

<sup>7</sup> La pratique de la « Corporate Governance » a été définie d'abord pour les grands groupes cotés, par des rapports de place. Le dernier état de ces recommandations figure dans le Code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF (révisé en juin 2018), et au plan international dans les Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE. Des organismes spécialisés tels que l'Institut Français des Administrateurs ([www.ifa-asso.com](http://www.ifa-asso.com)) ont aidé à structurer et à faire évoluer ces principes.



## 1.3 Déontologie et engagements des membres de France Invest

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

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

En outre, la Charte d'engagements des investisseurs pour la croissance éditée par France Invest, à laquelle de nombreux membres ont adhéré, définit les responsabilités des investisseurs en capital et leurs devoirs de proposition, de conseil et de contrôle auprès des équipes dirigeantes.

## 1.4 Des principes généraux adaptés aux réalités des entreprises

Il est légitime d'adapter la gouvernance selon les spécificités des entreprises<sup>8</sup>. Par exemple, les grandes sociétés cotées font usage des comités ad hoc chargés d'apporter aux organes sociaux une contribution sous forme de rapports ou de recommandations sur des sujets précis : rémunérations, audits... Ces comités ont un intérêt réel, mais ils peuvent sembler trop lourds pour des sociétés de taille moyenne ; ce qui est important, c'est que les questions clés soient décidées en connaissance de cause, avec un vrai contrôle des actionnaires et des éventuels administrateurs indépendants.

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

## 1.5 La distinction des rôles et des fonctions

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

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

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

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

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

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

<sup>8</sup> Cf Code AFEP MEDEF, 2018 Préambule

## 1.6 Les « bonnes pratiques » de France Invest

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

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

## 1.7 Les critères Environnement, Social et Gouvernance (ESG)

Les investisseurs en capital-innovation sont engagés à faciliter le développement durable des jeunes entreprises non cotées qu'elles accompagnent. Un premier levier consiste à inclure les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans l'exercice de leur décision d'investissement. Les investisseurs en capital-innovation peuvent ainsi intégrer ces questions dans leur rôle d'actionnaire tout au long de leur période de détention. Ils agissent en initiateurs pour favoriser et structurer les démarches des entreprises visant à améliorer l'impact de leurs activités sur leurs parties prenantes (salariés, partenaires, sous-traitants et clients) et sur l'environnement. Cette démarche est de plus en plus nécessaire, l'entreprise étant sollicitée par ses clients et partenaires, publics et privés, pour répondre à leurs propres devoirs en la matière.

France Invest a publié un « *Guide ESG Capital-Investissement, acteur du développement durable* »<sup>9</sup> mettant en avant les retours d'expérience de mise en œuvre de ces critères et proposant des exemples de *reporting*.

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

---

<sup>9</sup> « *Guide ESG Capital-investissement, acteur du développement durable* », édition 2018 : <http://www.franceinvest.eu/fr/commissions-clubs/environnement/commission-esg.html>  
Version anglaise : "ESG Guide Private Equity a key player for sustainable development", 2018 edition

## 2. L'APPORT DES INVESTISSEURS : EXPÉRIENCE ET EXPERTISE

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

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

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

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.

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

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

### 2.2 Le dialogue stratégique et la performance

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

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

Il y a souvent plusieurs investisseurs, et donc plusieurs représentants au conseil. Cette diversité permet d'avoir des regards croisés et un dialogue dans lequel chacun devra accepter de n'avoir pas raison seul (voir § 4.5 sur la composition du conseil et § 4.6 sur la prise des décisions et les majorités).

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

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

Il arbitre les éventuels désaccords et doit éventuellement réagir aux situations de crise.

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

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

## 3. LE RÔLE DE L'INVESTISSEUR EN TANT QU'ACTIONNAIRE

### 3.1 Information des actionnaires

L'un des piliers de la gouvernance d'entreprise est la transparence : transparence à l'égard des investisseurs en capital, mais également transparence de ceux-ci à l'égard de leurs propres bailleurs de fonds.

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

- Le calendrier légal d'approbation des comptes annuels (six mois après la clôture de l'exercice) est trop étiré : il est préférable de disposer des comptes bien avant avril-mai (60 jours maximum à compter de la clôture de l'exercice).
- L'information légale prévue pour les sociétés anonymes est à la fois trop détaillée et contraignante, et pas assez développée pour les besoins des investisseurs.
- Les rapports du conseil aux assemblées générales peuvent s'avérer décevants sur le plan de la pertinence et de la qualité des informations données. Des éléments d'information complémentaires doivent être prévus :
  - avec un rythme plus fréquent que le seul rapport annuel à l'assemblée (reporting trimestriel/mensuel),
  - une information contractuelle destinée aux actionnaires doit être fondée sur les indicateurs clés de performance, avec un prévisionnel de trésorerie et des projections,
  - un reporting consolidé, sur une base *pro forma* le cas échéant,
  - le format d'une lettre d'information destinée aux actionnaires peut s'avérer adapté, notamment pour les plus petits investisseurs.

- Il faut compléter le reporting régulier par des droits d'information renforcés :
  - droit d'audit,
  - droit d'accès aux dirigeants (questions, organisation de réunions).
- Ces droits spécifiques sont prévus dans les statuts ou le pacte d'actionnaires. Ils bénéficient usuellement aux seuls actionnaires financiers.

## 3.2 Le fonctionnement des assemblées

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

### Tenue des assemblées d'actionnaires

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

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

### Problème spécifique des « masses » de titres financiers

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

Le fonctionnement des assemblées de masse est contraignant et est encadré par des règles spéciales : par exemple la suppression du droit de vote pour toute société actionnaire détenant plus de 10 % du capital, ou encore les incompatibilités pour les représentants de la masse.

En amont, il faut étudier la complexité des montages afin de ne pas avoir de problèmes en cas d'absence ou de blocage par certains porteurs de titres financiers.

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

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

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

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

## 4.1 Quels choix d'organisation : conseil d'administration ou de surveillance ou autres organes de contrôle

### 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 manquement à son devoir de surveillance.

Il faut bien voir que les juges, qui interviennent en cas de défaillances ou de fautes, 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 d'une 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 les éléments concrets de l'affaire, et non sur les constructions apparentes.

On peut souhaiter que la jurisprudence mesure bien le rôle du représentant de l'actionnaire investisseur financier lorsqu'il accepte un mandat d'administrateur : d'une part, il n'est jamais un dirigeant exécutif, titulaire du pouvoir d'engagement de la société, et ce rôle non exécutif devrait limiter son exposition. D'autre part, son expérience et ses connaissances ne suffisent souvent pas à lui donner une vision parfaite de toutes les difficultés de l'entreprise. Enfin, l'investisseur financier en capital-innovation n'est généralement pas majoritaire, et son représentant n'exerce pas un contrôle sur la société.

Le conseil d'administration a pour mission :

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

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

Dans les deux cas, le conseil est amené à autoriser certaines opérations importantes. La liste de ces décisions (catalogue – voir l'exemple donné dans le Modèle de Lettre d'intention, Annexe D) est prévue dans les statuts, le pacte d'actionnaires ou un règlement intérieur :

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

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

- un administrateur prend part à un processus de prise de décisions stratégiques engageant la société et liant les dirigeants exécutifs (directeur général et directeur général délégué),
- un membre de conseil de surveillance participe à un processus d'autorisation d'une décision qui lui est présentée par l'organe de gestion (directoire, directeur général, président ou comité exécutif) et qui sera finalement prise et exécutée par cet organe de gestion,
- enfin, les censeurs (ou observateurs) ne doivent s'exprimer qu'en donnant un avis consultatif sur les sujets abordés. De même, un comité consultatif n'est pas censé prendre des décisions ou délivrer des autorisations, mais est simplement une instance de concertation et d'avis.

### Quelle communication ?

Les moyens de communication par messagerie facilitent les échanges d'information et de point de vue, ce qui est évidemment une bonne chose ; mais il arrive que l'entrepreneur sollicite au quotidien les membres de son conseil, alors que le conseil devrait rester un rendez-vous ponctuel. Le style souvent direct de ces échanges ne doit pas conduire chacun à sortir de son rôle.

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

**Ces règles de comportement doivent se retrouver dans la lecture des procès-verbaux. La rédaction et la relecture de ces procès-verbaux sont de première importance. Lorsqu'un problème est identifié, il faut le discuter en conseil, et lorsqu'il est discuté, il doit être mentionné dans le procès-verbal, de manière succincte mais claire. Il est aussi nécessaire de se comporter de manière cohérente avec son statut lors des échanges de courriers, e-mails, messages par un système de messagerie instantanée via Internet ou une application mobile, etc., avec la société et ses dirigeants.**

## SA ou SAS ?

La forme de société préférée pour structurer un investissement de capital-innovation donne lieu à un vieux débat entre les partisans de la société anonyme classique (SA) et de la société par actions simplifiée (SAS). La SA présente l'avantage d'une plus grande prévisibilité, la SAS est plus souple. Les deux présentent les caractéristiques requises pour structurer les droits des investisseurs (v. cependant le § 4.5 ci-dessous à propos des limites des accords sur la représentation de l'investisseur au sein du conseil d'une SA), des dirigeants et des salariés.

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

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

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

## 4.2 Le bon usage des comités

On entend par comité deux choses différentes : dans un premier sens, utilisable dans les SAS, il s'agit d'un autre nom pour désigner un organe délibératif (comité de surveillance ou comité de direction par exemple), et cela ne change pas la nature de l'organe ni son fonctionnement. Dans un second sens, qui vient de la gouvernance des grandes sociétés cotées mais peut s'adapter aux sociétés du portefeuille d'un investisseur en capital-innovation, les comités regroupent sur des sujets précis un petit nombre de membres du conseil d'administration ou de surveillance. C'est ce second sens qui est examiné ici.

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

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

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

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



## 4.3 Le lien avec les commissaires aux comptes

La présence d'un commissaire aux comptes est une garantie que souhaitent les investisseurs, même lorsqu'elle est facultative<sup>10</sup>. Leur mission bénéficie à tous les actionnaires et à la société.

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

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

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

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

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

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

France Invest promeut le dialogue social, clef de la réussite d'un développement efficace et harmonieux des entreprises. Dans la Charte d'engagements des investisseurs pour la croissance (France Invest mise à jour Juin 2014), les signataires s'engagent à proposer, dans le cadre et le respect du rôle des organes de gouvernance de l'entreprise, un dialogue ouvert avec les représentants du personnel, lors de leur entrée au capital et au moment de la cession de leur participation.

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

<sup>10</sup> Depuis la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008, il n'est plus obligatoire dans les plus petites SAS, comme dans certaines SARL, de désigner des commissaires aux comptes. Cette désignation reste obligatoire dans toutes les SA, ainsi que dans les SAS dépassant certains seuils (de chiffre d'affaires, de bilan et de personnel).

## 4.5 Veiller à une composition harmonieuse du conseil

### Composition du Conseil

Il convient d'éviter les conseils pléthoriques : le conseil doit rester une instance de décision.

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

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

### Le problème de l'ineffectivité des clauses de désignation d'un administrateur

Une jurisprudence récente<sup>11</sup> concernant les SA a décidé que les engagements d'un pacte d'actionnaires ne pouvaient pas aller à l'encontre du principe de libre révocabilité des administrateurs. Ceci signifie que si une assemblée révoque un administrateur ou un dirigeant exécutif alors que le pacte lui réservait une telle fonction, cet administrateur ne pourra obtenir ni sa réintégration, ni une indemnisation.

Cet arrêt affaiblit la capacité des fondateurs et des investisseurs à organiser entre eux la gouvernance de ce type de société, et met à risque les minoritaires qui ne peuvent sécuriser leur participation à cette gouvernance.

Cette jurisprudence ne concerne pas les SAS, où les statuts peuvent réserver une fonction à un associé.

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

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

### Administrateurs indépendants

Recherche des candidats : par relations ou par des organismes tels que l'IFA (Institut Français des Administrateurs) et l'APIA (Administrateurs Professionnels Indépendants Associés) qui regroupent des administrateurs expérimentés.

S'agissant de petites sociétés, cette recherche ne passe généralement pas par des chasseurs de tête, bien que cette tendance se développe avec la taille des entreprises.

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

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

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

### Rémunération des administrateurs

Réservée aux membres indépendants au sein des conseils d'administration et de surveillance. Il est d'usage de ne pas donner de rémunération aux représentants des investisseurs.

Les administrateurs n'ont pas accès aux stock-options/BSPCE/actions gratuites.

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

<sup>11</sup> Cass. Com. 26 avril 2017 n°15-12888, JCP 20 juillet 2017 1410 note B. Dondero.

## Responsabilité – Assurances

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

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

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

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

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

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

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

## Devoirs des administrateurs et des membres du conseil de surveillance

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

Il doit exercer son mandat avec assiduité et diligence. L'absentéisme ou la passivité face à un problème peuvent être fautifs.

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

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

## Prévention des conflits d'intérêts

Les acteurs de l'entreprise doivent prévenir les situations de conflit d'intérêts<sup>12</sup>. Un conflit d'intérêts apparaît lorsqu'un associé ou dirigeant se trouve en situation d'exercer ses droits et pouvoirs au sein de la société pour satisfaire un intérêt personnel extérieur à la société ou pour s'octroyer dans la société un avantage au préjudice des autres associés. Il peut conduire à un abus lorsqu'un tel intérêt personnel s'exprime à l'encontre de l'intérêt social.

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

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

<sup>12</sup> Les investisseurs membres de France Invest sont soumis par le Code de déontologie de France Invest à des règles particulières de prévention et de gestion des conflits d'intérêts.

## 4.6 Améliorer la prise des décisions et le fonctionnement des conseils

### Périodicité des réunions

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

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

### Convocation, ordre du jour

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

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

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

### Tenue des réunions – Procès-verbaux

Les conférences téléphoniques et vidéo-conférences sont un moyen utile, surtout pour la prise de décisions ponctuelles, mais dans les limites prévues par la loi pour les SA (pas de limites autres que statutaires dans les SAS, où on peut aussi prévoir des consultations par courrier électronique ou l'usage de messageries).

Dans les situations difficiles, les réunions physiques sont généralement recommandées.

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

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

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

Le procès-verbal de la séance doit être établi rapidement et circularisé avant la réunion suivante. Il doit être approuvé dans sa forme définitive en premier point de l'ordre du jour et signé par le président et un représentant des investisseurs.

Le registre doit pouvoir être accessible en séance ou à tout moment, sur simple demande.

### Le choix de la langue de travail

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

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

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

### Prise des décisions, majorités

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

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

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

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

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

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



CHAPITRE

# 3

10







# REFINANCEMENT ET AJUSTEMENTS

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

Mais le refinancement de l'entreprise est toujours un moment délicat, qui suscite de nombreux questionnements :

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

Après avoir étudié les différentes possibilités de refinancement (§1), on peut décrire la manière dont joueront les clauses d'ajustement « ratchet » (§2), puis présenter les droits préférentiels jouant sur la répartition du prix de cession (§3). Les §2 et 3 sont présentés avec de nombreux exemples chiffrés, permettant d'illustrer les formules utilisées par la pratique.

# 1. FINANCEMENT ET REFINANCEMENT

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

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

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

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

Il est habituellement prévu, tant par la loi que par les accords conclus lors de l'investissement, que les investisseurs auront un droit de priorité ou de premier refus pour participer aux nouveaux financements (droit préférentiel de souscription renforcé ou droit de suite), pour la totalité ou pour leur quote-part des montants levés.

En dehors des refinancements par les actionnaires (1.1), il existe des modes de financement alternatifs (1.2).

## 1.1 Refinancement par les actionnaires

### Mise à disposition des « tranches » – Milestones

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

- **calendrier** : les appels de fonds sont séquencés selon le plan de financement défini dans le protocole d'investissement,



- **conditions** : la libération d'une tranche est souvent soumise à des conditions particulières, correspondant à la réalisation par la société d'objectifs de développement (milestones) : gain d'un client, réalisation d'un chiffre d'affaires minimum, embauche d'un nouveau dirigeant-clé, résultat de R&D, validation d'une phase d'essais, etc...,
- le financement par tranches ne sera pas réalisé (ou du moins les investisseurs ne seront pas tenus de le réaliser) si les objectifs prévus ne peuvent être atteints. Il est de la responsabilité des dirigeants d'anticiper les cas délicats, d'informer les investisseurs et de prévoir un plan alternatif.

### Financement relais (*bridge loan*)

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

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

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

### Nouveau tour de table

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

- participation ou non des actionnaires (selon leur catégorie : investisseurs, fondateurs), sachant que les pactes d'actionnaires réservent souvent aux investisseurs un droit de suite sur les augmentations de capital futures,
- ouverture à de nouveaux investisseurs : éventuel mandat de levée de fonds, montants levés, étude des propositions d'investisseurs,
- définition du type d'instrument financier : émission d'actions, le cas échéant de préférence, d'obligations convertibles ou remboursables en actions, assorties ou non de BSA,
- impact dilutif sur les plans d'intéressement existants,

L'opération suivra le processus légal et statutaire, qui comprend usuellement les phases suivantes :

- préparation d'un projet par le chef d'entreprise assisté de son directeur financier, comprenant notamment un chiffrage de l'opération projetée, sur la base d'un plan de financement et d'un prévisionnel de trésorerie,
- phase de sondage et de discussion avec les principaux actionnaires, qui seront appelés à voter et le cas échéant à souscrire l'augmentation de capital,
- présentation au conseil d'administration qui peut apporter toute modification au plan, et qui prend la décision de le soumettre à l'assemblée des actionnaires (lorsque le plan a un impact sur le capital social : augmentation de capital, émission de valeurs mobilières donnant accès au capital),
- préparation et diffusion des rapports requis par la loi, tant du conseil d'administration que du commissaire aux comptes. Au-delà des exigences légales et réglementaires, il est très important de donner aux actionnaires et aux souscripteurs une image réaliste et complète de la situation de la société et de ses perspectives,
- décision des actionnaires,
- période de souscription, plus ou moins longue selon les cas (avec ou sans droit préférentiel de souscription),
- clôture des souscriptions, libération des apports et mise à disposition des fonds.

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

#### À noter :

Lorsqu'ils siègent au conseil d'administration, les représentants des actionnaires doivent considérer uniquement l'intérêt de la société pour déterminer les termes de l'augmentation de capital.

En revanche, la position que prennent à cette étape les représentants des actionnaires siégeant au conseil n'engage pas forcément les investisseurs à suivre et à participer à l'opération, en tant qu'actionnaires.

### La question de la valorisation

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

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

La négociation du prix du tour se fera sur la base des acquis et de la réalisation des performances prévues de la société. On revisitera les questions posées lors du premier investissement sur les comparatifs et les performances attendues (voir CHAPITRE 1, § 2). Si le tour est ouvert à de nouveaux investisseurs, le prix sera fixé selon l'accord que l'on trouvera avec eux.

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

- Une simple priorité de remboursement du montant investi puis la perception de son prorata du capital
- Un multiple prioritaire basé sur le montant investi puis perception du prorata du capital. (voir les exemples figurant dans le § 3)

## 1.2 Financements alternatifs

La société peut aussi recourir à des financements alternatifs, qui ne sont pas apportés par les actionnaires et qui ont donc le mérite de diminuer le risque pris par l'actionnaire. On ne mentionne pas ici les financements bancaires, qui sont ou non accessibles aux sociétés selon leur profil, ni les ICOs qui sont présentées par ailleurs (voir CHAPITRE 1, § 2.3).

### Le *venture loan*

Le *venture loan* ou « prêt à risque » est un mode de financement particulier qui consiste en un prêt à caractère « haut de bilan » apporté par des structures spécialisées à des entreprises dont le profil ne les rend pas éligibles à un prêt bancaire classique.

Ce type de financement s'est d'abord adressé aux sociétés ayant déjà levé des fonds et dégagant des cash flows. On ne parle pas ici des financements de démarrage en prêt convertible, de type SAFE ou KISS, qui se sont développés plus récemment (voir CHAPITRE 1, § 2.3).

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

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

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

On voit également apparaître des financements complexes dont le rendement voire le remboursement dépendent de la croissance du chiffre d'affaires.

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

### Le prêt participatif

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

### L'intervention de Bpifrance

Bpifrance met à disposition des entreprises et des investisseurs un ensemble de financements et d'aides leur permettant de concrétiser leurs projets, ces interventions étant soumises à certaines conditions d'éligibilité qui varient selon l'ancienneté de l'entreprise et son projet. Ces interventions sont recensées sur [www.bpifrance.fr](http://www.bpifrance.fr).

## 2. MÉCANISMES D'AJUSTEMENT DE PRIX – MÉTHODOLOGIE

### 2.1 Méthodologie

#### Hypothèses

Nous prenons comme exemple, afin d'illustrer les mécanismes d'ajustement de prix, le cas d'une société ayant réalisé un premier tour de table de 2 M€ sur une valorisation pre-money de 4 M€, correspondant à un prix de 1.000€ par action dont la valeur nominale est de 10€<sup>13</sup>, et donnant une valorisation post-money de premier tour de 6 M€.

La société ayant un besoin complémentaire de 1,5 M€ pour son développement, un nouvel investisseur entre lors d'un deuxième tour. Il demande une part du capital de 33,33 % pour son investissement de 1,5 M€, ce qui valorise la société 4,5 M€ post-money du second tour et 3 M€ pre-money du second tour, représentant une décote de 50 % par rapport à la valorisation reconnue lors du premier tour et qui se traduit par un prix par action de 500€ au lieu des 1 000€ payés par les premiers investisseurs.

<sup>13</sup> Dans la pratique, la valeur nominale d'une action est souvent bien inférieure à 10 euros. Ce montant a été retenu pour simplifier la présentation des exemples. Rappelons que la valeur nominale est un montant fixé dans les statuts, qui n'a aucun rapport avec la valeur réelle de l'action, ni même avec la valeur comptable des capitaux propres en cours de vie sociale.

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

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

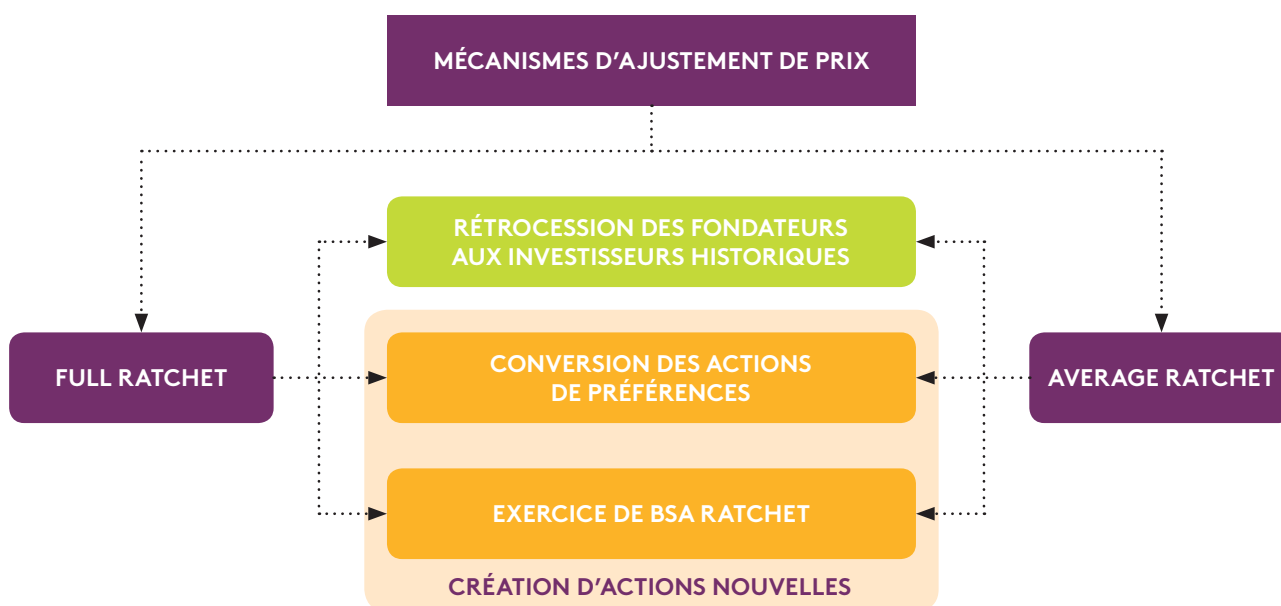
Ainsi, avant mécanisme d'ajustement de prix, la valeur implicite (sur la base de la dernière valorisation) des investisseurs est passée du fait de ce 2<sup>e</sup> tour de 2 M€ à  $2000/9000 \times 4,5 \text{ M€} = 1 \text{ M€}$ , soit une perte de 1 M€.

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

Il existe 2 types de mécanismes d'ajustement du prix de revient (ratchet) pour les investisseurs historiques (ou investisseurs du ou des premier(s) tour(s)) :

- **Full ratchet** : Le prix de revient des investisseurs historiques est ramené au prix de souscription du nouveau tour (ou dans certains cas des tours successifs suivant le premier tour) (voir § 1.2).
- **Weighted average ratchet** : Le prix de revient des investisseurs historiques est ramené à un prix correspondant à la moyenne pondérée par les montants investis, entre le prix d'origine et le prix du ou des tour(s) ultérieur(s) ou le cas échéant préalable(s) (v. § 3.3).

Le schéma ci-dessous illustre la manière dont les deux mécanismes d'ajustement de prix fonctionnent.



Pour chacun de ces 2 types de mécanismes d'ajustement du prix de revient (full ou weighted average ratchet), seront présentés 3 schémas de mise en œuvre juridique :

**Mécanisme 1 : Rétrocession des Fondateurs aux Investisseurs historiques :**

La rétrocession repose sur des promesses de vente des Fondateurs aux Investisseurs historiques<sup>14</sup>. Ces promesses sont annexées à la documentation de l'opération initiale. L'avantage de ce procédé est sa simplicité, le fait que l'on ne crée pas de nouveaux titres (ce qui simplifie le calcul du prix par action du 2e tour) et que le montant à déboursier par l'Investisseur est le plus souvent symbolique. En revanche, cette promesse peut s'avérer difficile à exécuter en cas de tensions entre les parties. En outre, elle fait porter tout l'impact de l'ajustement sur les Fondateurs ayant consenti les promesses, et non sur les autres actionnaires.

S'il y a plusieurs catégories d'actions, il faudra éventuellement prévoir de transformer les actions rétrocédées en actions de la même catégorie que celles détenues par l'investisseur concerné.

**Mécanisme 2 : Conversion des actions de préférence**

Cette méthode permet à l'actionnaire de demander la conversion de tout ou partie de ses actions en un plus grand nombre d'actions de la même catégorie (ou d'une catégorie dérivée) que celle des actions qu'il détient. Ce mécanisme sera décrit dans les résolutions de l'assemblée générale qui les créera en passant par la procédure d'émission des actions de préférence.

Cette méthode ne nécessite en principe aucun versement complémentaire, mais limite la parité de conversion de telle sorte que le montant initial de la souscription de l'Investisseur soit au moins égal à la valeur nominale de toutes les actions existantes après la mise en jeu de la conversion.

**Mécanisme 3 : Exercice de BSA ratchet**

Il faut prévoir de créer ces bons lors de la réalisation de l'opération. L'intérêt de ces bons est d'appartenir dès leur émission aux Investisseurs, qui devront éventuellement respecter certaines conditions avant de pouvoir les exercer. Ils donneront droit à des actions de la même catégorie que celle des actions dont ils servent à ajuster le prix. Ils nécessitent un versement complémentaire qui doit au minimum être égal à la valeur nominale des actions nouvelles. Si la valeur du nominal n'est pas négligeable, cela entraîne un montant de souscription significatif et un écart pouvant être important par rapport à un schéma de conversion des actions de préférence.

Chacun de ces mécanismes doit faire l'objet d'un encadrement précis :

- Les mécanismes 2 (Conversion) et 3 (BSA) ayant pour effet de créer de nouvelles actions, la part du capital des nouveaux investisseurs s'en trouverait diminuée, en l'absence de prise en compte de cette dilution. En réalité, la fixation du prix du nouveau tour sera négociée de façon à ce que les nouveaux investisseurs détiennent une part donnée du capital, après le jeu des mécanismes d'ajustement.

Dans ce cadre, on remarquera que la valorisation post-money de la société ne changera pas (4,5 M€ dans l'exemple présenté) mais que c'est la valorisation pre-money par action qui sera impactée à la baisse par la création d'un plus grand nombre d'actions lié à l'ajustement.

- On peut noter que les BSA ne peuvent être exercés qu'une fois alors que les autres mécanismes peuvent permettre des ajustements nouveaux.
- Dans la documentation juridique, il conviendra de préciser les cas d'application du ratchet :
  - soit à l'occasion d'une augmentation de capital et pendant une fenêtre de temps limitée, soit à tout moment après la réalisation d'une augmentation de capital, soit un instant de raison avant la sortie,
  - éventuellement en excluant les augmentations de capital résultant de l'exercice de plans d'intéressement, en précisant les conséquences de l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital (obligations convertibles, BSA...),
  - clauses précisant l'impact des ajustements réalisés sur le capital social et les formules légales d'ajustement et de protection des titulaires.

<sup>14</sup> Ce mode d'ajustement n'est pas le plus fréquemment utilisé en pratique, mais nous l'avons conservé dans ce Guide pour l'intérêt pédagogique de sa présentation, plus simple à saisir que les suivantes.

- La durée de la protection attachée au ratchet devra être définie.
- Il est possible de prévoir des plafonds dans le mécanisme d'ajustement, ou un prix de revient plancher qui aura le même effet.
- Il est très important de définir exactement les termes utilisés et de vérifier le jeu des formules. Il est recommandé de donner des exemples d'application des clauses.
- De plus, de telles clauses peuvent être assujetties à un droit d'exercice proportionnel à la participation aux tours de financement à venir (clause de « Pay to Play », voir le Glossaire et l'exemple donné en 2.4 ci-dessous).

Les schémas suivants sont donnés afin d'illustrer comment fonctionne un ajustement de type «full ratchet» ou de type «weighted average ratchet», avec le jeu des trois mécanismes de rétrocession, de conversion d'actions ou d'exercice de BSA. Ces trois mécanismes n'ont pas exactement le même résultat en termes de dilution, comme le montrent les exemples présentés ci-dessous. Ces exemples sont construits de manière à refléter au mieux le jeu usuel des négociations entre les actionnaires existants et nouveaux, en appliquant les postulats suivants : d'une part le nouvel investisseur reçoit dans tous les cas ce qu'il a demandé : un pourcentage donné du capital pour un montant d'investissement fixe (ici, 33,33 % du capital pour 1,5 M€), et d'autre part, on recherche un prix d'ajustement pour l'investisseur historique par correction a posteriori de son prix d'entrée.

## 2.2 Full Ratchet

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

### Rétrocession des fondateurs aux investisseurs historiques (full ratchet)

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

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

Où

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

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

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

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

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

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

Nombre d'actions à rétrocéder aux historiques : 2 000

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

ACTIONNAIRES	SITUATION AVANT		AJUSTEMENT		SITUATION APRÈS			
	Nombre d'actions	Structure du capital	Nombre d'actions	Montants	Nombre d'actions	Structure du capital	Montants	Coût unitaire
Fondateurs	4 000	44,44%	-2 000	-1€	2 000	22,22%	39 999€	20,00€
Investisseurs historiques	2 000	22,22%	2 000	1€	4 000	44,44%	2 000 001€	500,00€
Nouveaux investisseurs	3 000	33,33%			3 000	33,33%	1 500 000€	500,00€
	<b>9 598</b>	<b>100,00%</b>			<b>9 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>3 540 000€</b>	<b>500,00€</b>

Ce mécanisme permet donc le maintien de la valeur implicite de la part des investisseurs historiques à  $4000/9000 \times 4,5\text{M€} = 2\text{M€}$

### Conversion d'actions de préférence (full ratchet)

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

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

$$C = 1 + \frac{(Ps - Pin)}{Pin}$$

Où

$C$  est le taux de conversion

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

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

$$Pin = \left( \frac{1}{Nf} \right) + \frac{S2(1-T)}{T} - S1$$

Avec

où

$Nf$  = nombre d'actions des fondateurs : ici : 4 000

$S2$  = montant de l'investissement des nouveaux investisseurs ; ici : 1,5M€

$T$  = % du capital postmoney voulu par les nouveaux investisseurs ; ici : 1/3

$S1$  = montant de l'investissement des investisseurs historiques ; ici : 2,0M€

Ce qui donne  $Pin = 1/4000 \times (1500000 \times 2 - 2000000) = 250$

On peut utiliser une version simplifiée de cette formule :

$$C = \frac{Ps}{Pin}$$

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

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

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

$$C = 1 + [(1000 - 250) / 250] = 4 \text{ soit } 2000 \times 4 = 8000$$

ACTIONNAIRES	SITUATION AVANT		AJUSTEMENT		SITUATION APRÈS			
	Nombre d'actions	Structure du capital	Nombre d'actions	Montants	Nombre d'actions	Structure du capital	Montants	Coût unitaire
Fondateurs	4 000	44,44%			4 000	22,22%	40 000€	10,00€
Investisseurs historiques	2 000	22,22%	6 000	0€	8 000	44,44%	2 000 000€	250,00€
Nouveaux investisseurs	3 000	33,33%	3 000	0€	6 000	33,33%	1 500 000€	250,00€
<b>Total</b>	<b>9 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>9 000</b>		<b>18 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>3 540 000€</b>	

### Exercice de BSA Full Ratchet (full ratchet)

L'exercice de BSA ratchet va se traduire par l'émission de nouveaux titres, avec une différence par rapport au schéma précédent (conversion) liée au fait que les actions nouvelles à attribuer aux investisseurs historiques supposent le versement par ceux-ci d'un montant égal au nominal soit 10€ par action. Dans cet exemple, cela représente un montant relativement important (6 250 actions x 10€ = 62 500€), dont l'impact sur la valeur de la société a été pris en compte (voir l'exemple des BSA weighted average ratchet au § 2.2 ci-dessus pour un cas inverse où le montant payé, moins important, est négligé dans les calculs).

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

$$N = \frac{Nbactions}{Nbbsa} \times \frac{Pi - Pf}{Pf - Pn}$$

Où

*N* est le nombre total d'actions exerçable par BSA

*Nbactions* est le nombre d'actions bénéficiant du full ratchet

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

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

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

*Pn* est la valeur nominale de l'action

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

$$N = \frac{Pi - Pf}{Pf - Pn}$$

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



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

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

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

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

ACTIONNAIRES	SITUATION AVANT		AJUSTEMENT		SITUATION APRÈS			
	Nombre d'actions	Structure du capital	Nombre d'actions	Montants	Nombre d'actions	Structure du capital	Montants	Coût unitaire
Fondateurs	4 000	44,44%			4 000	21,77%	40 000€	10,00€
Investisseurs historiques	2 000	22,22%	6 250	0€	8 250	44,90%	206 250€	250,00€
Nouveaux investisseurs	3 000	33,33%	3 125	0€	6 125	33,33%	153 125€	250,00€
<b>Total</b>	<b>9 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>9 375</b>		<b>18 375</b>	<b>100,00%</b>	<b>3 633 750€</b>	

## 2.3 Weighted Average Ratchet

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

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

La manière de prendre en compte le ou les tours considérés dépendra des conditions définies entre les parties : soit certains tours (« narrow base »), soit tous les tours (« broad base ») : la valeur moyenne est alors moins élevée, ce qui limite l'ajustement au profit des investisseurs), ou encore conditionnés à un montant de financement ou à un certain seuil de prix... Chaque terme aura un impact sur la mesure de l'ajustement, et donc sur la dilution des fondateurs et la protection des investisseurs.

La formule générale du prix moyen pondéré est la suivante :

$$P_m = \frac{(P1 \times N1) + (P2 \times N2) + \dots + (Pn \times Nn)}{(N1 + N2 + \dots + Nn)}$$

Où

*P<sub>m</sub>* est le prix moyen pondéré des tours 1 à *n*

*P1* est le prix de souscription initial des actions bénéficiant de la clause de ratchet

*N1* est le nombre d'actions émises lors du tour au prix *P1*

*P2* est le prix de souscription des actions lors de l'augmentation de capital suivant le tour *P1*

*N2* est le nombre d'actions émises au prix *P2* lors de l'augmentation de capital suivant le tour *N1*

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

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

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

### Rétrocession des fondateurs aux investisseurs historiques (weighted average ratchet)

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

$$N = \frac{(P1N'1 + P2N'2 + \dots + PnXN'n) - (Pm(N'1 + N'2 + \dots + N'n))}{Pm}$$

Où

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

*P1* est le prix de souscription du tour des actions bénéficiant de la clause de ratchet

*N'1* est le nombre d’actions souscrites par l’investisseur concerné lors du tour au prix *P1*

*Pn* est le prix de souscription des actions lors de dernière augmentation de capital

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

*Pm* est le prix moyen pondéré des tours *N1* à *Nn*

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

$$Pm = [(1000 \times 2000) + (500 \times 3000)] / (2000 + 3000) = 700$$

Les fondateurs cèdent pour 1€ symbolique le nombre d’actions nécessaires aux investisseurs du 1<sup>er</sup> tour pour que ceux-ci aient un prix de revient égal au prix moyen pondéré des deux tours.

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

**Nombre d’actions à rétrocéder aux investisseurs historiques : 857**

$$Pm = [(1000 \times 2000) + (500 \times 3000)] / (2000 + 3000) = 700$$

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

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

On voit donc que le mécanisme de weighted average écrase sensiblement l’effet du ratchet puisque la valeur implicite de la part des investisseurs historiques n’est plus que de  $2857/9000 \times 4,5 \text{ M€} = 1,428 \text{ M€}$ , soit une perte de valeur de 0,571 M€, à comparer à la perte de 1 M€ sans ratchet et pas de perte en cas de full ratchet.

### Conversion d’actions de préférence (weighted average ratchet)

La création d’actions nouvelles au bénéfice des investisseurs historiques pour leur permettre d’ajuster a posteriori leur prix d’entrée en fonction du prix moyen pondéré va devoir être compensée, pour les nouveaux entrants, par la création d’actions supplémentaires, afin de neutraliser l’effet du mécanisme d’ajustement. In fine, les % de détention pour les nouveaux investisseurs doivent être strictement identiques à ceux calculés dans les schémas précédent (rétrocession) et suivant (BSPCE), soit 33,33 %. Dans la formule de conversion présentée, les fondateurs vont conserver leur nombre d’actions initial et les investisseurs historiques vont recevoir des actions supplémentaires.

L’effet dilutif de cette création d’actions nouvelles est supporté par tous les actionnaires historiques, ce qui conduit à une répartition du capital entre eux légèrement différente de celle résultant du schéma de rétrocession.

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

$$C = 1 + \frac{(Ps - Pm)}{Pm}$$

Où

*C* est le taux de conversion (rapport des nombres d'actions des investisseurs historiques après et avant conversion).

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

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

On peut utiliser une version simplifiée de cette formule :

$$C = \frac{Ps}{Pm}$$

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

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

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

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

$C = 1 + [(1000 - 625,20) / 625,20] = 1,5995$  soit  $2000 \times 1,599 = 3 199$

ACTIONNAIRES	SITUATION AVANT		AJUSTEMENT		SITUATION APRÈS			
	Nombre d'actions	Structure du capital	Nombre d'actions	Montants	Nombre d'actions	Structure du capital	Montants	Coût unitaire
Fondateurs	4 000	44,44%			4 000	37,04%	40 000€	10,00€
Investisseurs historiques	2 000	22,22%	1 199	0€	3 199	29,63%	2 000 000€	625,20€
Nouveaux investisseurs	3 000	33,33%	599	0€	3 599	33,33%	1 499 775€	416,72€
<b>Total</b>	<b>9 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>1 798</b>		<b>10 798</b>	<b>100,00%</b>	<b>3 539 775€</b>	

Le mécanisme de conversion d'actions de préférence est plus favorable aux fondateurs et moins aux investisseurs historiques par rapport à la rétrocession, puisqu'il conduit à créer plus d'actions, donc à baisser le prix moyen de référence. Il en résulte un glissement entre eux de plus de 2% du capital, soit de près de 100K€ de la valeur implicite. La perte de valeur des investisseurs historiques est en effet de  $3199/10797 \times 4,5M€ - 2M€ = 0,667M€$ , au lieu de 0,571M€ dans le cas de la rétrocession d'actions.

### Exercice de BSA Ratchet (weighted average)

L'exercice de BSA ratchet va se traduire par l'émission de nouveaux titres, avec une différence par rapport au schéma précédent (conversion) liée au fait que les actions nouvelles à attribuer aux investisseurs historiques supposent le versement par ceux-ci d'un montant égal au nominal soit 10€ par action. Dans cet exemple, cela représente un montant modique (1 227 actions x 10€ = 12 270€), dont l'impact sur la valeur de la société a été négligé (pour une intégration de ce montant à la valorisation, voir l'exemple des BSA full ratchet au § 2.2 ci-dessus).

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

$$N = \frac{Nbactions}{Nbbsa} \times \frac{Pi - Pm}{Pm - Pn}$$

Où

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

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

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

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

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

*Pn* est la valeur nominale de l'action

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

$$N = \frac{Pi - Pm}{Pm - Pn}$$

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

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

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

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

$$Pm = [(1000 \times 2000) + (415.16 \times 3613)] / (2000 + 3613) = 623,55$$

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

ACTIONNAIRES	SITUATION AVANT		AJUSTEMENT		SITUATION APRÈS			
	Nombre d'actions	Structure du capital	Nombre d'actions	Montants	Nombre d'actions	Structure du capital	Montants	Coût unitaire
Fondateurs	4 000	44,44%			4 000	36,90%	40 000€	10,00€
Investisseurs historiques	2 000	22,22%	1 227	12 270,00€	3 227	29,77%	2 012 270€	623,57€
Nouveaux investisseurs	3 000	33,33%	613	0€	3 613	33,33%	1 499 973€	415,16€
<b>Total</b>	<b>9 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>1 840</b>		<b>10 840</b>	<b>100,00%</b>	<b>3 552 243€</b>	

## 2.4 Cas particulier : Pay to Play

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

Ainsi, si un investisseur dispose de 10 % du capital mais ne participe à un nouveau tour qu'à hauteur de 5% de ce tour, le coefficient d'ajustement du taux de conversion ou du nombre d'actions à émettre sera de 50 %.

D'une façon générale, les coefficients présentés en 2.2 (full ratchet) et 2.3 (weighted average ratchet) dans le cas de conversion d'actions de préférence deviendraient respectivement :

- Full ratchet : 
$$TC = 1 + \left( \frac{Ps - Pin}{Pin} \right) \times T$$

- Weighted average ratchet : 
$$C = 1 + \left( \frac{Ps - Pm}{Pm} \right) \times T$$

où T représente la quote-part de ses droits de souscription exercés par l'investisseur historique au titre des augmentations de capital futures (50% dans l'exemple ci-dessus).

On peut prendre l'exemple d'un ajustement de type full ratchet réalisé par conversion d'actions (voir le schéma dans le § 2.2 ci-dessus) et mesurer l'impact de la correction par le mécanisme du Pay to Play :

On suppose que les investisseurs historiques ont (tous) participé au nouveau tour à hauteur en pourcentage de 50% de leur part initiale dans le capital qui est de 33,33%, soit  $1\,500\,000\text{€} \times 33,33\% \times 50\% = 250\,000\text{€}$  (ou en nombre d'actions émises lors du nouveau tour,  $3\,000 \times 33,33\% \times 50\% = 500$  avant pay-to-play). La situation serait alors la suivante :

ACTIONNAIRES	SITUATION AVANT		AJUSTEMENT		SITUATION APRÈS			
	Nombre d'actions	Structure du capital	Nombre d'actions	Montants	Nombre d'actions	Structure du capital	Montants	Coût unitaire
Fondateurs	4 000	44,44%			4 000	35,56 %	40 000€	10,00€
Investisseurs historiques	2 000	22,22%	1 500		3 500	31,11%	2 000 000€	571,43€
Nouveaux investisseurs*	3 000	33,33%	750		3 750	33,33%	1 499 819€	399,95€
<b>Total</b>	<b>9 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>2 250</b>		<b>10 840</b>	<b>100,00%</b>	<b>3 539 819€</b>	
* dont investisseurs historiques	500	5,56%	125		625	5,56%	249 970€	399,95€
Total investisseurs historiques	2 500	27,78%			4 125	36,67%	2 249 970€	545,45€

Alors que l'investissement initial des investisseurs historiques était valorisé 2 000 000€ pour 2 000 actions, la valeur intrinsèque de cet investissement initial après l'ajustement n'est plus que de  $3.500/11.250 \times 4,5\text{M€} = 1,4\text{M€}$ , soit une baisse de valeur de 0,6M€, le ratchet n'ayant permis de récupérer que 0,4M€, soit un peu moins de la moitié de cette baisse.

Cela étant, par rapport à l'absence de ratchet, les investisseurs historiques peuvent acquérir  $1500 + 625 = 2125$  actions pour 250K€, soit un prix moyen de 117,6€, ce que l'on pourra juger incitatif. Le prix de revient moyen des 4125 actions des investisseurs historiques s'élève ainsi à  $[(2\text{M€} + 0,25\text{M€} + 0) / (2000 + 625 + 1500)] = 545,45\text{€}$ , contre environ 400€ pour les nouveaux investisseurs.

**Ce mécanisme de Pay to Play est défavorable pour les investisseurs historiques à qui il ne permet de baisser leur prix de revient de leurs titres que pour autant qu'ils souscrivent la nouvelle augmentation de capital. Mais il a la vertu d'inciter les investisseurs existants à participer au nouveau financement.**

## 2.5 Comparaison entre les méthodes

On peut synthétiser les différences d'impact entre les modes d'ajustement présentés ci-dessus.

Le full ratchet sans limite apparait comme la méthode la plus favorable aux investisseurs historiques. En pratique cependant, elle peut rapidement se révéler non réaliste si la décote est trop importante : la relation des investisseurs historiques et la dilution symétrique des fondateurs peuvent poser des problèmes de gouvernance et de motivation de ces derniers, avec un effet potentiellement répulsif pour de nouveaux investisseurs. Une solution peut alors être de plafonner l'effet du full ratchet. Ceci peut être intégré à la formule d'ajustement, ou être négocié au moment du nouveau tour.

Par ailleurs, ces méthodes ont aussi des impacts différents sur la relation des investisseurs historiques, après une valorisation de 2<sup>e</sup> tour potentiellement très dilutive, donc sur les plus-values qui leur reviendront lors de leur sortie.

La simulation de sortie présentée ci-dessous, sur la base du cas décliné dans cette Section, compare les plus ou moins-values des investisseurs en fonction de cinq méthodes d'ajustement (pas d'ajustement, full ratchet plafonné, full ratchet pay-to-play, weighted average ratchet, weighted average ratchet pay-to-play), pour une valorisation de sorties de 4,5M€ (soit égale à la valeur postmoney du 2<sup>e</sup> tour), 10M€ et 15M€ pour 100% de la Société.

Quoique dans la pratique il est fréquent de combiner cet ajustement avec le jeu des clauses de répartition préférentielle du prix de cession (Liquidation preference) qui sont décrites dans la Section suivante, l'exemple ci-dessous fonctionne sur la base d'une répartition du prix de cession sur la seule base du pourcentage de capital détenu. Cela correspond, dans la Section 3, aux cas de sortie sans « préférence » pour les valeurs de sortie faibles, et « sans préférence » ou avec une « préférence avec catch up total » pour les valeurs de cession plus élevées - voir section suivante pour la définition de ces termes et mécanismes).

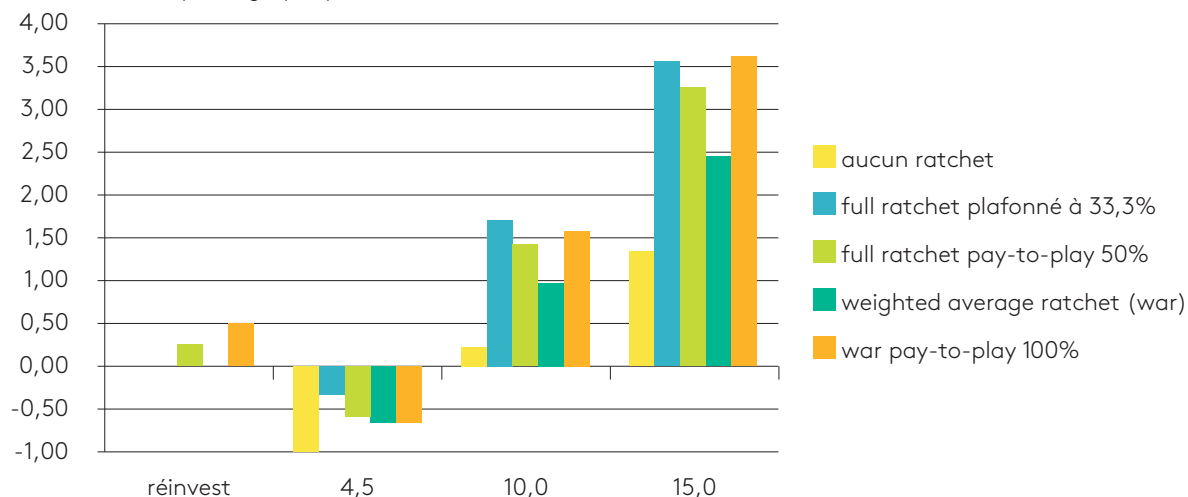
À noter que certaines méthodes demandent un réinvestissement complémentaire, qu'on pourra juger modéré (de 12,5% à 25% de l'investissement initial), mais à prendre en compte dans une comparaison par le TRI.

(en M€)	réinvestissement requis	moins-value si cession à 4,5M	plus-value si cession 10M	plus-value si cession 15M
aucun ratchet		-1,00	0,22	1,33
full ratchet plafonné à 33,3% (a)		-0,33	1,70	3,56
full ratchet pay-to-play 50% (b)	0,25	-0,60	1,42	3,25
weighted average ratchet (war)		-0,67	0,96	2,44
war pay-to-play 100%	0,50	-0,67	1,57	3,61

(a) l'effet ratchet est plafonné à une compensation d'une perte de 1/3 sur l'investissement initial

(b) les investisseurs historiques participent au 2<sup>e</sup> tour à hauteur de 50% de leur droits de souscription

Illustré par le graphique ci-dessous (en M€)



Lors de la négociation de cette clause, les investisseurs devront en préciser l'objectif et en projeter la mise en œuvre : protection contre une valorisation premoney jugée un peu forte ? Incertitude importante sur les fonds qui seront à lever les tours suivants ? Capacité à participer à un 2<sup>e</sup> tour ? Ils devront aussi le faire en liaison avec les discussions sur les mécanismes de répartition de prix, compte tenu de l'impact de l'un sur l'autre. À cet égard, l'absence de tout ratchet apparaît dans tous les cas très pénalisante.

### 3. SCHÉMAS DE RÉPARTITION DU PRIX DE CESSION

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

Or 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 perspective de gain. En considération des montants investis et de leur prix de souscription, les investisseurs en capital-innovation négocient usuellement des protections sur leur investissement ou des mécanismes de conversion de leur prix d'entrée (voir CHAPITRE 1, § 2.2). Ces droits particuliers attachés aux actions des investisseurs, de nature statutaire ou contractuelle (protocole ou pacte d'actionnaires), se traduisent in fine par le fait que la répartition du prix de cession de la société ne sera pas nécessairement proportionnelle à la répartition du capital<sup>15</sup>.

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

Il s'agit donc d'ajustements contractuels, consentis par les différents actionnaires pour parvenir à un équilibre global de leurs droits financiers en fonction des prix payés et du risque pris. Ces mécanismes correspondent à des pratiques maintenant bien établies du capital-innovation, existant depuis plus de vingt ans en France et dans tous les pays où ce mode de financement des entreprises s'est développé.

Il est d'usage que les mêmes principes soient appliqués en cas d'opération de fusion ou de cession d'actifs, ainsi qu'en cas de liquidation de la société (« liquidation préférence »). Les statuts ou le pacte d'actionnaires peuvent décliner ces différents cas. Dans ce chapitre, nous n'évoquerons que le cas de cession du capital de la société, qui peuvent être élargis aux autres cas moyennant quelques adaptations.

<sup>15</sup> Pour une analyse juridique de ces clauses, v. K. Noël et O. Edwards, *Les clauses de liquidation préférentielle : contours d'une pratique*, Actes Pratiques & Ingénierie Sociétaire, LexisNexis Juris-Classeur, Janvier-Février 2010 p. 42.



### 3.1 Méthodologie

#### Avertissement sur les schémas de répartition du prix de cession entre actionnaires

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

#### EXEMPLE : TABLE DE CAPITALISATION

Exemple d'une société créée par des fondateurs ayant apporté 40 000€ (souscription de 4 000 actions ordinaires à 10€ par action). La société réalise une augmentation de capital de 2 M€ souscrite par 2 investisseurs sur la base d'une valorisation avant augmentation (pre-money) de 4 M€, soit un prix de 1000€ par action pour les investisseurs.

La société émet également un plan d'options en faveur des dirigeants et salariés, sous forme de BSPCE, portant sur 5% du capital pleinement dilué et donnant droit de souscription à des actions ordinaires, comme celles des fondateurs, moyennant un prix d'exercice de 1000 € par action.

Actionnaires	Actions	%	Actions	Montants	Actions	%	Actions	Montants	Actions	%
Fondateur X	1800	45,0			1800	30,0			1800	28,5
Fondateur Y	1200	30,0			1200	20,0			1200	19,0
Fondateur Z	1000	25,0			1000	16,7			1000	15,8
<b>Sous-total Fondateurs</b>	<b>4 000</b>	<b>100,0</b>			<b>4 000</b>	<b>66,7</b>			<b>4 000</b>	<b>63,3</b>
Investisseur A			1000	1 000 000€	1000	16,7			1000	15,8
Investisseur B			1000	1 000 000€	1000	16,7			1000	15,8
<b>Sous-total Investisseurs</b>			<b>2 000</b>	<b>2 000 000€</b>	<b>2 000</b>	<b>33,3</b>			<b>2 000</b>	<b>31,7</b>
Plan BSPCE dirigeants et salariés							316	316 000€	316	5,0
<b>TOTAL</b>	<b>4 000</b>	<b>100,0</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000 000€</b>	<b>6 000</b>	<b>100,0</b>	<b>316</b>	<b>316 000€</b>	<b>6 316</b>	<b>100,0</b>
Nominal par action				10€				10€		
Prime par action				990€				990€		
<b>Prix par action</b>				<b>1 000€</b>				<b>1 000€</b>		
<b>Valeur</b>	<b>4 000 000€</b>		<b>6 000 000€</b>			<b>6 316 000€</b>				

NB - Les «BSPCE dirigeants et salariés» se réfèrent aux options consenties aux dirigeants et salariés de la Société en tant que mécanisme d'intéressement et de participation au capital. Dans la pratique, les BSPCE (bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise) sont le plus souvent utilisés, mais le support juridique des options consenties aux dirigeants et salariés (BSPCE, actions gratuites, options de souscription ou d'achat d'actions, bons de souscription d'actions ou autres...) doit être adapté au cas par cas.

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

Il ne s'agit là que d'un aperçu de différents schémas possibles, construits de manière à être facilement intelligibles.

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

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

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

NON RÉCUPÉRATION DU CAPITAL INVESTI
STRICTE RÉCUPÉRATION
DÉGAGEMENT D'UNE PLUS-VALUE DE CESSION

(14) v. Avis et recommandations du Comité juridique de France Invest n° 2, décembre 2005

### Les différents schémas de répartition de prix présentés sont les suivants :

1/sans préférence (§ 3.2)

2/avec préférence non cumulative (i.e. avec catch-up total) simple (§ 3.3)

3/avec préférence non cumulative (i.e. avec catch-up total) avec multiple (§ 3.4)

4/avec préférence non cumulative (i.e. avec catch-up total) avec rendement (§ 3.5)

5/avec préférence cumulative simple (i.e. avec double dip, § 3.6)

6/avec préférence cumulative (i.e. avec double dip) avec couloir (carve out) sans préférence (§ 3.7)

7/avec préférence cumulative (i.e. avec double dip) avec multiple (§ 3.8)

#### Le débat du « carve out » ou de la première distribution à tous les actionnaires

Pour l'ensemble des schémas avec préférence présentés, à l'exception du cas 6 (§ 3.7), une priorité de 1er rang a été donnée au remboursement du nominal. Juridiquement, il s'agit du mécanisme requis en cas de liquidation, mais en cas de cession cette étape n'est qu'optionnelle.

Ce mécanisme permet d'assurer une distribution minimale pour l'ensemble des actions, avant l'entrée en jeu de la préférence. Une alternative à ce schéma consiste à affecter un certain pourcentage du prix de cession à cette première distribution dont bénéficient tous les actionnaires, avant le jeu de l'ordre de priorité ; cette méthode assure une participation de tous à la valeur actionnariale créée. Le cas 6 (§ 3.7) présente un tel « couloir » ou « carve out », où 10 % du prix est d'abord réparti au prorata entre tous les actionnaires. Ce choix entre montant fixe (valeur nominale) ou proportionnel, ainsi que le montant du pourcentage distribué à tous doivent être déterminés par la négociation et avec les conseils juridiques. Les pourcentages le plus souvent pratiqués semblent être de 5 à 10%.

Que peut-on penser de la proposition de distribuer en premier rang jusqu'à 20% du prix à tous les actionnaires, ce pourcentage pouvant décroître avec la taille du tour ? Cette proposition résulte du souhait de s'assurer que les fondateurs restent motivés financièrement (au moins) jusqu'à la sortie des investisseurs. Mais elle rogne les chances de récupération de leur mise par les investisseurs et peut créer des inégalités de traitement dans certaines zones de valorisation. La politique d'investissement de certains investisseurs ne permet pas d'accepter un tel niveau de carve out pour les fondateurs. Plutôt que de fixer a priori des mécanismes de redistribution pouvant s'avérer trop ou pas assez élevés, il semble généralement préférable de renégocier en vue de la sortie, si l'ordre de priorité fixé initialement n'est plus adapté, afin de créer des mécanismes incitatifs adaptés à la situation et ciblant les managers clés dans le processus de cession.

D'une façon générale, pour apprécier ces divers mécanismes, l'attention doit être attirée sur les effets de seuil ou de palier dans le jeu des clauses, qui rendent telle ou telle catégorie d'actionnaires insensible à la variation du prix de cession, à l'intérieur de certaines zones de prix, ce qui peut être préjudiciable à la solidarité des actionnaires dans le processus de cession.

Ces mécanismes posent également la question de principe de ce qui fonde la valorisation pre-money lors de l'entrée des investisseurs au capital : « apport » des fondateurs ou anticipation de la valeur qui pourra être créée par les fondateurs et le financement des investisseurs ? Schématiquement et pour simplifier, on pourra considérer que les mécanismes avec préférence non cumulative accèdent l'idée que la valeur pre-money est un apport des fondateurs qui justifie un « catch-up » en leur faveur, alors que les mécanismes avec préférence cumulative (« double dip », ou versement en 2 étapes) considèrent que la valorisation post-money est une co-construction fondateurs/investisseurs en proportion de leur part de capital. Cette dernière approche est d'ailleurs cohérente avec le constat que la valorisation pre-money résulte plus de considérations sur le contrôle de la société par les fondateurs que d'une évaluation patrimoniale (voir aussi CHAPITRE 1, § 2). Dans cette analyse, les mécanismes avec couloir (cas 6, § 3.7) attribuent aux seuls fondateurs une partie de la valorisation pre-money.

Il convient enfin d'éviter que la clause ait un effet léonin, c'est-à-dire qu'elle prive totalement un actionnaire du profit ou qu'elle attribue totalement ce profit à un actionnaire.

Ces différentes méthodes sont différentiantes surtout quand la valeur de cession est faible (inférieure à la valeur post-money) ou modérée. Elles ont relativement moins d'effet quand la valeur de la cession est forte, à partir de 2 fois à 2,5 fois la valeur post-money.

### 3.2 Cas 1 : Répartition du prix de cession sans mécanisme de préférence

#### Cession intégrale pour une valeur totale des actions, après exercice des BSPCE, de 10 M€

Valeur de cession 100 %	10 000 000,00 €
valeur moyenne par action	1 583,28 €

ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS	MONTANTS PERÇUS	%	PLUS-VALUE	%
Fondateurs	4 000	63,3%	40 000 €	6 333 122 €	63,3%	6 293 122 €	82,3%
Investisseurs	2 000	31,7%	2 000 000 €	3 166 561 €	31,7%	1 166 561 €	15,3%
Dirigeants et salariés	316	5,0%	316 000 €	500 317 €	5,0%	184 317 €	2,4%
<b>TOTAL</b>	<b>6 316</b>	<b>100,0%</b>	<b>2 356 000 €</b>	<b>10 000 000 €</b>	<b>100,0%</b>	<b>7 644 000 €</b>	<b>100,0%</b>

#### MONTANT PAR NATURE D'ACTION

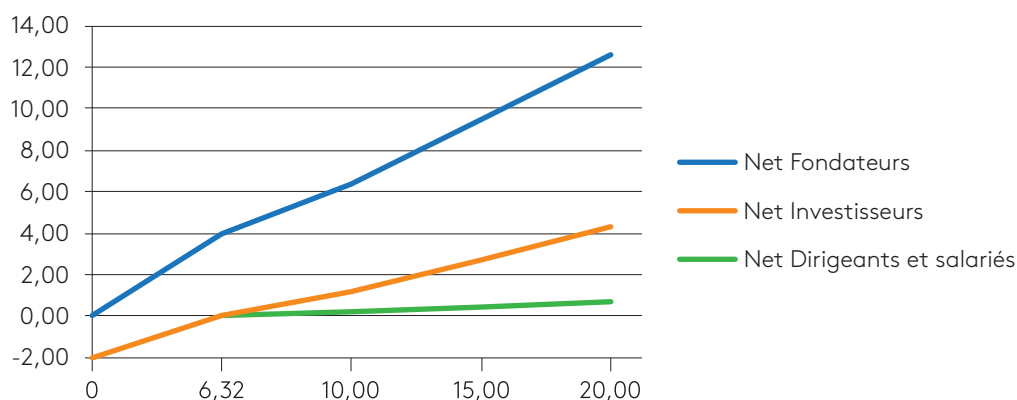
Fondateurs	ordinaires		10€	1583,28€		1573,28€
Investisseurs	ordinaires		1000€	1583,28€		583,28€
BSPCE dirigeants et salariés	ordinaires		1000€	1583,28€		583,28€

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

#### Évolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Valeur de cession 100%	Montants en €													
	1,0		3,0		6,0		6,3		10,0		15,0		20,0	
<b>ACTIONNAIRES</b>														
Fondateurs	0,7	67%	2,0	67%	4,0	67%	4,0	63%	6,3	63%	9,5	63%	12,7	63%
Investisseurs	0,3	33%	1,0	33%	2,0	33%	2,0	32%	3,2	32%	4,7	32%	6,3	32%
Dirigeants et salariés	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,3	5%	0,5	5%	0,8	5%	1,0	5%
<b>TOTAL</b>	<b>1,0</b>	<b>100%</b>	<b>3,0</b>	<b>100%</b>	<b>6,0</b>	<b>100%</b>	<b>6,3</b>	<b>100%</b>	<b>10,0</b>	<b>100%</b>	<b>15,0</b>	<b>100%</b>	<b>20,0</b>	<b>100%</b>

L'évolution, selon le prix de cession total, du produit de cession - net de l'investissement initial - de chaque partie est illustrée par le graphique ci-après :



## COMMENTAIRES

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

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

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

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

### 3.3 Cas 2 : Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence non cumulative simple

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

##### Principe

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

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

		<i>Cumul</i>
1/Tout d'abord, toutes les actions récupèrent au prorata le nominal, jusqu'à un total de :	63 160€	63 160€
2/Ensuite, les actions préférentielles récupèrent la prime d'émission, jusqu'à un total de :	1 980 000€	2 043 160€
3/Ensuite, les actions ordinaires rattrapent ( <i>catch-up</i> ) leur % dans le prix de vente, jusqu'à un total de :	4 272 840€	6 316 000€
4/Au-delà, la répartition du prix de cession se fait au prorata des actions	3 684 000€	10 000 000€
Les BSPCE ne sont exercés que lorsque le prix par action post exercice des BSPCE est supérieur à :		1 000€
Ce qui correspond à une valeur de cession pour 100% des actions égale à :		6 316 000€

Illustration

Valeur de cession 100 %	10 000 000,00 €
valeur moyenne par action	1 583,28 €

ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS	MONTANTS PERÇUS	%	PLUS-VALUE	%
Fondateurs	4 000	63,3%	40 000 €	6 333 122 €	63,3%	6 293 122 €	82,3%
Investisseurs	2 000	31,7%	2 000 000 €	3 166 561 €	31,7%	1 166 561 €	15,3%
Dirigeants et salariés	316	5,0%	316 000 €	500 317 €	5,0%	184 317 €	2,4%
<b>TOTAL</b>	<b>6 316</b>	<b>100,0%</b>	<b>2 356 000 €</b>	<b>10 000 000 €</b>	<b>100,0%</b>	<b>7 644 000 €</b>	<b>100,0%</b>

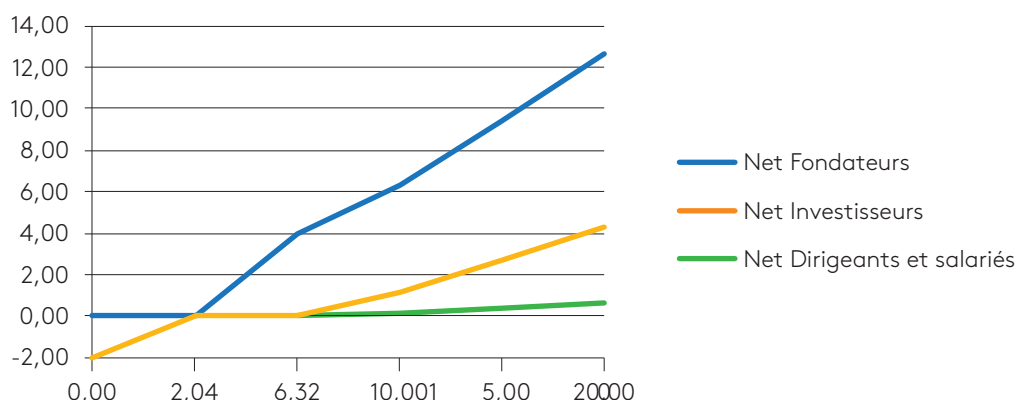
MONTANT PAR NATURE D'ACTION

Fondateurs	ordinaires	10€	1583,28€	1573,28€
Investisseurs	ordinaires	1000€	1583,28€	583,28€
BSPCE dirigeants et salariés	ordinaires	1000€	1583,28€	583,28€

Évolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Valeur de cession 100%	Montants en €															
	1,00		2,04		3,00		6,00		6,32		10,00		15,0		20,0	
<b>ACTIONNAIRES</b>																
Fondateurs	0,04	4%	0,04	2%	1,00	33%	4,00	67%	4,00	63%	6,33	63%	9,50	63%	12,67	63%
Investisseurs	0,96	96%	2,00	98%	2,00	67%	2,00	33%	2,00	32%	3,17	32%	4,75	32%	6,33	32%
Dirigeants et salariés	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,32	5%	0,50	5%	0,75	5%	1,00	5%
<b>TOTAL</b>	<b>1,00</b>	<b>100%</b>	<b>2,04</b>	<b>100%</b>	<b>3,00</b>	<b>100%</b>	<b>6,00</b>	<b>100%</b>	<b>6,32</b>	<b>100%</b>	<b>10,00</b>	<b>100%</b>	<b>15,00</b>	<b>100%</b>	<b>20,00</b>	<b>100%</b>

L'évolution, selon le prix de cession total, du produit de cession - net de l'investissement initial - de chaque partie est illustrée par le graphique ci-après :



COMMENTAIRES

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

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

### 3.4. Cas 3 : Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence non cumulative à multiple

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

##### Principe

##### Multiple sur actions de préférence : 2

La préférence s'exerce tant que les actions préférentielles, détenues par les investisseurs, n'ont pas récupéré le prix de souscription x 2, puis les actions non préférentielles rattrapent leur % dans le prix de vente avec le même multiple. Au-delà, la répartition du prix de cession se fait au prorata des actions.

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

		Cumul
1/Tout d'abord, toutes les actions récupèrent au prorata le nominal, jusqu'à un total de :	63 160 €	63 160 €
2/Ensuite, les actions préférentielles récupèrent 2 fois le prix souscrit, moins le nominal, soit un total de :	3 980 000 €	4 043 160 €
3/Ensuite, les actions non préférentielles rattrapent (catch-up) leur % dans le prix de vente, jusqu'à :	5 956 840 €	10 000 000 €
Les BSPCE ne sont exercés que lorsque le prix de cession par action devient supérieur au prix d'exercice (1 000€), compte tenu du mécanisme de préférence, ce qui correspond à une valeur de cession pour 100 % des actions après dilution de :		8 316 000 €
Au cas présent, la valeur de cession de 10M€ a été distribuée avant que les actions non préférentielles aient récupéré leur valeur x 2, ce qui aurait requis une valeur de cession de :		12 632 000 €

##### Illustration

Valeur de cession 100 %	10 000 000,00 €
valeur moyenne par action	1 583,28 €

ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS	MONTANTS PERÇUS	%	PLUS-VALUE	%
Fondateurs	4 000	63,3%	40 000 €	5 560 704 €	55,6 %	5 520 704 €	72,2 %
Investisseurs	2 000	31,7%	2 000 000 €	4 000 000 €	40,0 %	2 000 000 €	26,2 %
Dirigeants et salariés	316	5,0%	316 000 €	439 296 €	4,4 %	123 296 €	1,6 %
<b>TOTAL</b>	<b>6 316</b>	<b>100,0%</b>	<b>2 356 000 €</b>	<b>10 000 000 €</b>	<b>100,0%</b>	<b>7 644 000 €</b>	<b>100,0%</b>
<b>MONTANT PAR NATURE D'ACTION</b>							
Fondateurs	ordinaires		10€	1 390€		1 380€	
Investisseurs	préférentielles		1000€	2 000€		1 000€	
BSPCE dirigeants et salariés	ordinaires		1000€	1 390€		390€	

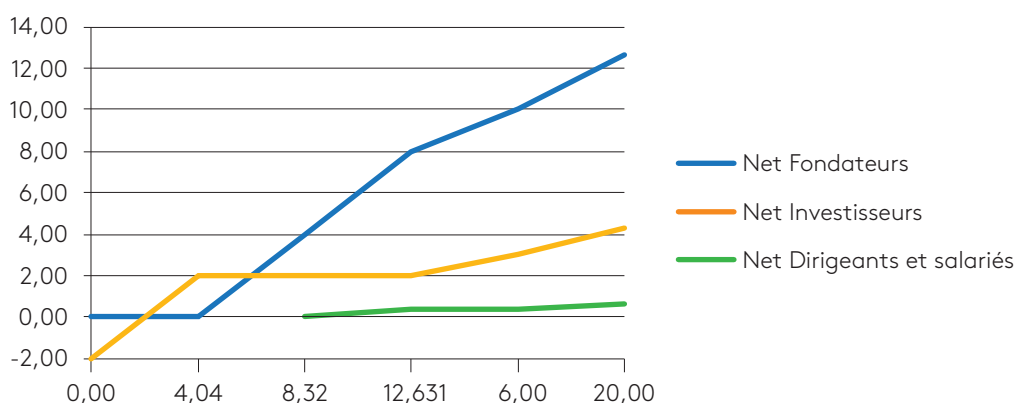


### Évolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Montants en €

Valeur de cession 100%	1,00	2,04	4,04	8,32	10,00	12,63	15,0	20,0								
<b>ACTIONNAIRES</b>																
Fondateurs	0,04	4%	0,04	2%	0,04	1%	4,00	48%	5,56	56%	8,00	63%	9,50	63%	12,67	63%
Investisseurs	0,96	96%	2,00	98%	4,00	99%	4,00	48%	4,00	40%	4,00	32%	4,75	32%	6,33	32%
Dirigeants et salariés	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,32	4%	0,44	4%	0,63	5%	0,75	5%	1,00	5%
<b>TOTAL</b>	<b>1,00</b>	<b>100%</b>	<b>2,04</b>	<b>100%</b>	<b>4,04</b>	<b>100%</b>	<b>8,32</b>	<b>100%</b>	<b>10,00</b>	<b>100%</b>	<b>12,63</b>	<b>100%</b>	<b>15,00</b>	<b>100%</b>	<b>20,00</b>	<b>100%</b>

L'évolution, selon le prix de cession total, du produit de cession - net de l'investissement initial - de chaque partie est illustrée par le graphique ci-après :



#### COMMENTAIRES

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

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

## 3.5 Cas 4 : Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence non cumulative à rendement

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

#### Principe

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

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

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

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

		Cumul
1/Tout d'abord, toutes les actions récupèrent au prorata le nominal, jusqu'à un total de :	63 160 €	63 160 €
2/Ensuite, les actions préférentielles récupèrent le prix souscrit actualisé, moins le nominal, soit un total de :	3 021 750 €	3 084 910 €
3/Ensuite, les actions ordinaires rattrapent ( <i>catch-up</i> ) leur % dans le prix de vente avec le même multiple, soit un total de :	6 520 937 €	9 605 847 €
4/Au-delà, la répartition du prix de cession se fait au prorata des actions	394 154 €	10 000 000 €
Les BSPCE ne sont exercés que lorsque le prix de cession par action devient supérieur au prix d'exercice (1 000€), compte tenu du mécanisme de préférence, ce qui correspond à une valeur de cession pour 100 % des actions après dilution de :		7 357 750 €

### Illustration

Valeur de cession 100 %	10 000 000,00 €
valeur moyenne par action	1 583,28 €

ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS	MONTANTS PERÇUS	%	PLUS-VALUE	%
Fondateurs	4 000	63,3%	40 000 €	6 333 122 €	63,3%	6 293 122 €	82,3%
Investisseurs	2 000	31,7%	2 000 000 €	3 166 561 €	31,7%	1 166 561 €	15,3%
Dirigeants et salariés	316	5,0%	316 000 €	500 317 €	5,0%	184 317 €	2,4%
<b>TOTAL</b>	<b>6 316</b>	<b>100,0%</b>	<b>2 356 000 €</b>	<b>10 000 000 €</b>	<b>100,0%</b>	<b>7 644 000 €</b>	<b>100,0%</b>

### MONTANT PAR NATURE D'ACTION

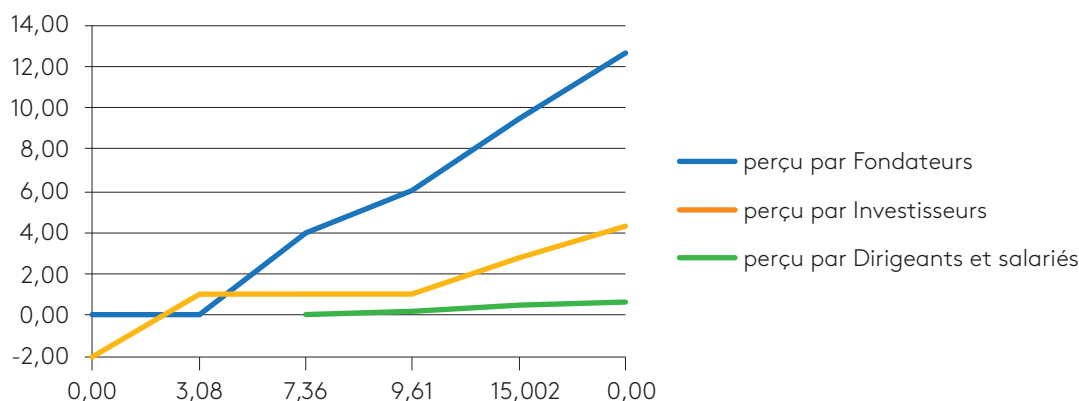
Fondateurs	ordinaires		10€	1390€		1573,28€	
Investisseurs	préférentielles		1000€	1583,28€		583,28€	
BSPCE dirigeants et salariés	ordinaires		1000€	1583,28€		583,28€	

### Évolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Montants en €

Valeur de cession 100%	1,00	2,04	3,08	7,36	9,61	10,00	15,0	20,0
<b>ACTIONNAIRES</b>								
Fondateurs	0,04 4%	0,04 2%	0,04 1%	4,00 54%	6,08 63%	6,33 63%	9,50 63%	12,67 63%
Investisseurs	0,96 96%	2,00 98%	3,04 99%	3,04 41%	3,04 32%	3,17 32%	4,75 32%	6,33 32%
Dirigeants et salariés	0,00 0%	0,00 0%	0,00 0%	0,32 4%	0,48 5%	0,50 5%	0,75 5%	1,00 5%
<b>TOTAL</b>	<b>1,00 100%</b>	<b>2,04 100%</b>	<b>3,08 100%</b>	<b>7,36 100%</b>	<b>9,61 100%</b>	<b>10,00 100%</b>	<b>15,00 100%</b>	<b>20,00 100%</b>

L'évolution, selon le prix de cession total, du produit de cession - net de l'investissement initial - de chaque partie est illustrée par le graphique ci-après :



### COMMENTAIRES

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

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

## 3.6 Cas 5 : Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence cumulative simple

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

#### Principe

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

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

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

Illustration

Valeur de cession 100 %	10 000 000,00 €
valeur moyenne par action	1 583,28 €

ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS	MONTANTS PERÇUS	%	PLUS-VALUE	%
Fondateurs	4 000	63,3%	40 000 €	5 079 164 €	50,8 %	5 039 167 €	82,3%
Investisseurs	2 000	31,7%	2 000 000 €	4 519 582 €	45,2 %	2 519 582 €	15,3%
Dirigeants et salariés	316	5,0%	316 000 €	401 254 €	4,0 %	85 254 €	2,4%
<b>TOTAL</b>	<b>6 316</b>	<b>100,0%</b>	<b>2 356 000 €</b>	<b>10 000 000 €</b>	<b>100,0%</b>	<b>7 644 000 €</b>	<b>100,0%</b>

MONTANT PAR NATURE D'ACTION

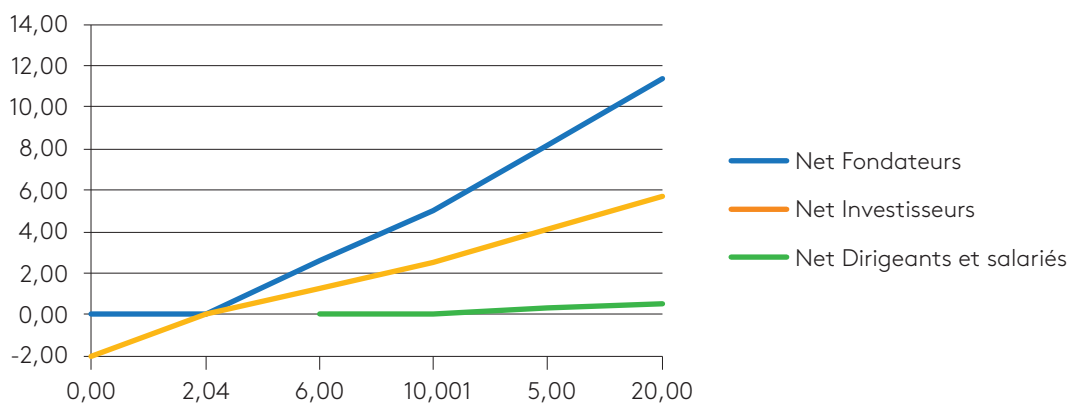
Fondateurs	ordinaires	10€	1 269,79€	1 269,79 €
Investisseurs	préférentielles	1000€	2 259,79 €	1 269,79 €
BSPCE dirigeants et salariés	ordinaires	1000€	1 269,79 €	269,79 €

Évolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Montants en €

Valeur de cession 100%	1,00	2,04	3,00	6,00	8,30	10,00	15,0	20,0
<b>ACTIONNAIRES</b>								
Fondateurs	0,04 4%	0,04 2%	0,68 23%	2,68 45%	4,00 48%	5,08 51%	8,25 55%	11,41 57%
Investisseurs	0,96 96%	2,00 98%	2,32 77%	3,32 55%	3,98 48%	4,52 45%	6,10 41%	7,69 38%
Dirigeants et salariés	0,00 0%	0,00 0%	0,00 0%	0,00 0%	0,32 4%	0,40 4%	0,65 4%	0,90 5%
<b>TOTAL</b>	<b>1,00 100%</b>	<b>2,04 100%</b>	<b>3,00 100%</b>	<b>6,00 100%</b>	<b>8,30 100%</b>	<b>10,00 100%</b>	<b>15,00 100%</b>	<b>20,00 100%</b>

L'évolution, selon le prix de cession total, du produit de cession - net de l'investissement initial - de chaque partie est illustrée par le graphique ci-après :



COMMENTAIRES

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

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

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

### 3.7 Cas 6 : Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence cumulative simple à couloir

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

##### Principe

La préférence cumulative rembourse en priorité les actions préférentielles, puis sert toutes les actions, y compris les actions de préférence.

Les actions préférentielles sont donc servies en 2 temps, d'abord au titre de la préférence, puis au prorata de l'ensemble des actions (double dip).

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

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

		<i>Cumul</i>
1/Toutes les actions sont servies au prorata sur 10 % du prix de vente :	1 000 000 €	1 000 000 €
2/Ensuite, les actions préférentielles récupèrent en priorité le complément du montant investi sur 90 % du prix de vente :	1 683 344 €	2 683 344 €
3/Au-delà, la répartition du prix de cession se fait au prorata des actions	7 316 656 €	10 000 000 €
Les BSPCE ne sont exercés que lorsque le prix de cession par action devient supérieur au prix d'exercice (1 000€), compte tenu du mécanisme de préférence, ce qui correspond à une valeur de cession pour 100 % des actions après dilution de :		8 731 009 €

##### Illustration

Valeur de cession 100 %	10 000 000,00 €
valeur moyenne par action	1 583,28 €

ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS	MONTANTS PERÇUS	%	PLUS-VALUE	%
Fondateurs	4 000	63,3%	40 000 €	5 267 040 €	52,7 %	5 227 040 €	68,4 %
Investisseurs	2 000	31,7%	2 000 000 €	4 316 864 €	43,2 %	2 316 864 €	30,3 %
Dirigeants et salariés	316	5,0%	316 000 €	416 096 €	4,2 %	100 096 €	1,3 %
<b>TOTAL</b>	<b>6 316</b>	<b>100,0%</b>	<b>2 356 000 €</b>	<b>10 000 000 €</b>	<b>100,0%</b>	<b>7 644 000 €</b>	<b>100,0%</b>

##### MONTANT PAR NATURE D'ACTION

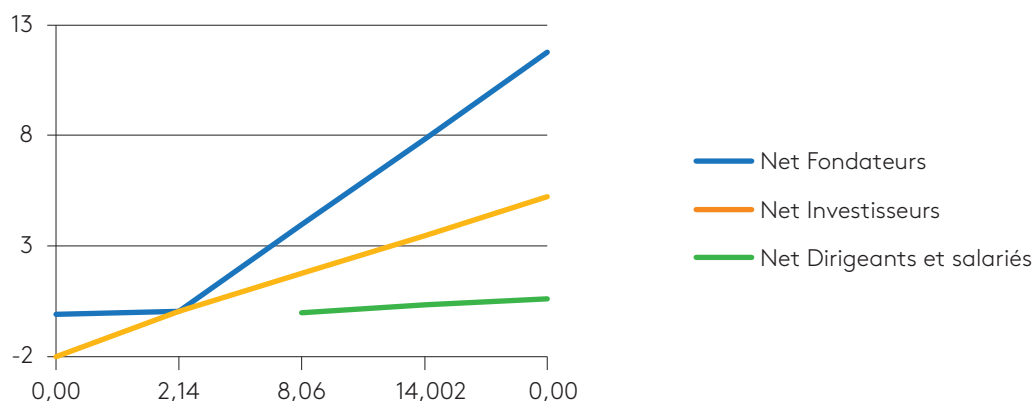
Fondateurs	ordinaires	10€	1 316,76€	1 306,76 €
Investisseurs	préférentielles	1 000 €	2 158,43 €	1 158,43 €
BSPCE dirigeants et salariés	ordinaires	1 000 €	1 316,76€	316,76 €

### Évolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Montants en €

Valeur de cession 100%	1,00	2,14	3,00	6,00	8,06	10,00	15,0	20,0
<b>ACTIONNAIRES</b>								
Fondateurs	0,07	0,14	0,73	2,80	4,00	5,27	8,53	11,80
	7%	7%	24%	47%	50%	53%	57%	59%
Investisseurs	0,93	2,00	2,27	3,20	3,74	4,32	5,79	7,27
	93%	93%	76%	53%	46%	43%	39%	36%
Dirigeants et salariés	0,00	0,00	0,00	0,00	0,32	0,42	0,67	0,93
	0%	0%	0%	0%	4%	4%	4%	5%
<b>TOTAL</b>	<b>1,00</b>	<b>2,14</b>	<b>3,00</b>	<b>6,00</b>	<b>8,06</b>	<b>10,00</b>	<b>15,00</b>	<b>20,00</b>
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

L'évolution, selon le prix de cession total, du produit de cession - net de l'investissement initial - de chaque partie est illustrée par le graphique ci-après :



#### COMMENTAIRES

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

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

## 3.8 Cas 7 : Répartition du prix de cession avec mécanisme de préférence cumulative à multiple

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

Principe

**Multiple** sur actions de préférence : 2

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



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

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

Les BSPCE ne sont exercés que lorsque le prix de cession par action devient supérieur au prix d'exercice (1 000€), compte tenu du mécanisme de préférence, ce qui correspond à une valeur de cession pour 100 % des actions après dilution de :

10 296 000 €

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

### Illustration

Valeur de cession 100 %	10 000 000,00 €
valeur moyenne par action	1 666,67 €

ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS	MONTANTS PERÇUS	%	PLUS-VALUE	%
Fondateurs	4 000	66,7 %	40 000 €	4 013 333 €	40,1 %	3 973 333 €	49,9 %
Investisseurs	2 000	33,3 %	2 000 000 €	5 986 667 €	59,9 %	3 986 667 €	50,1 %
Dirigeants et salariés		0,0 %		0 €	0,0 %	00 €	0,0 %
<b>TOTAL</b>	<b>6 000</b>	<b>100,0 %</b>	<b>2 040 000 €</b>	<b>10 000 000 €</b>	<b>100,0%</b>	<b>7 960 000 €</b>	<b>100,0%</b>

### MONTANT PAR NATURE D'ACTION

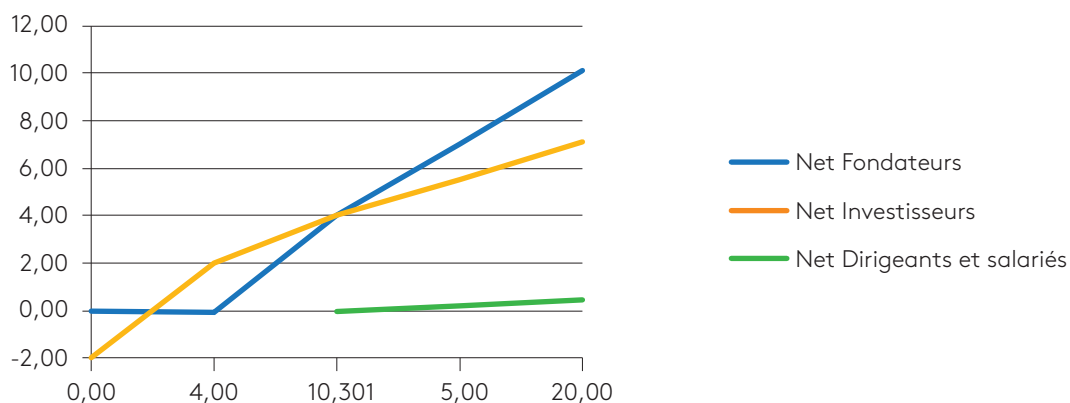
Fondateurs	ordinaires		10€	1 003,33 €		993,33 €	
Investisseurs	préférentielles		1 000 €	2 993,33 €		1 993,33 €	
BSPCE dirigeants et salariés	ordinaires						

### Évolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Montants en €

Valeur de cession 100%	1,00	2,04	3,00	6,00	10,00	10,30	15,0	20,0
<b>ACTIONNAIRES</b>								
Fondateurs	0,04 4%	0,04 2%	0,04 1%	1,35 22%	4,01 40%	4,00 39%	6,98 47%	10,15 51%
Investisseurs	0,96 96%	2,00 98%	2,96 99%	4,65 78%	5,99 60%	5,98 58%	7,47 50%	9,05 45%
Dirigeants et salariés	0,00 0%	0,00 0%	0,00 0%	0,00 0%	0,00 0%	0,32 3%	0,55 4%	0,80 4%
<b>TOTAL</b>	<b>1,00 100%</b>	<b>2,04 100%</b>	<b>3,00 100%</b>	<b>6,00 100%</b>	<b>10,00 100%</b>	<b>10,30 100%</b>	<b>15,00 100%</b>	<b>20,00 100%</b>

**L'évolution, selon le prix de cession total, du produit de cession- net de l'investissement initial- de chaque partie est illustrée par le graphique ci-après :**



### COMMENTAIRES

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

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

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

CHAPITRE

# 4





# LA SORTIE DE L'INVESTISSEUR

*Quand la sortie se profile, tous les enjeux de la prise de participation sont proches de leur dénouement.*

*C'est le moment où les actionnaires peuvent trouver la récompense de leur investissement. Mais il faut faire les bons choix, et ce peut être aussi un temps de tension et de difficultés qu'il faut pouvoir surmonter.*

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

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

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

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

- la cotation sur un marché de titres, autrement appelée introduction en bourse (ou IPO pour initial public offering) (§ 1)

L'entreprise s'introduit en bourse, ce qui permet une liquidité de tout ou partie du capital tout en offrant une visibilité et une notoriété importante de l'entreprise, qui conserve son autonomie ;

- la cession industrielle ou « trade sale » (§ 2),

C'est la sortie la plus fréquente. L'entreprise s'adosse à un acteur industriel, qui rachète en totalité ou partiellement la participation des actionnaires ;

- le reclassement de participation (§ 3)

C'est la configuration la moins connue. Les actionnaires financiers vendent tout ou partie de leurs titres à d'autres investisseurs (cession secondaire) ou au management, ou encore se font rembourser par l'entreprise (cas des investissements en obligations, en avances d'actionnaires ou en actions rachetables).

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

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

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

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

# 1. L'INTRODUCTION EN BOURSE

Il existe un lien entre le capital-investissement et l'accès aux marchés financiers : les trois-quarts des introductions en bourse réalisées sur les marchés d'Euronext en 2017 en France concernaient des sociétés soutenues minoritairement ou majoritairement par des fonds d'investissement, actifs pour l'essentiel dans le Capital-innovation et le capital développement.

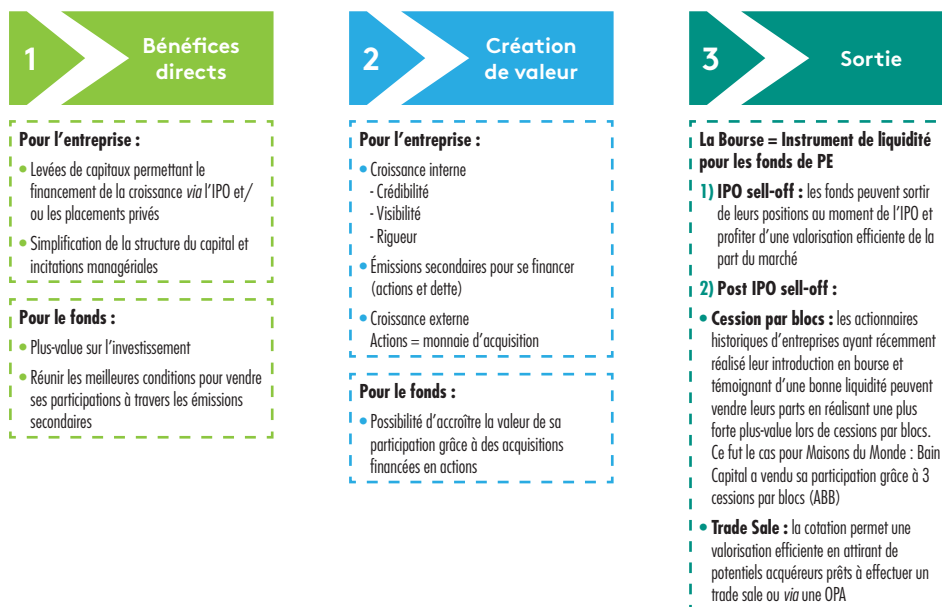
Le recours aux marchés financiers est donc une perspective naturelle pour les entreprises qui ont un ou plusieurs investisseurs dans leur capital.

La présence d'un ou plusieurs fonds de capital-investissement en amont d'une introduction en bourse contribue à préparer la société au mode d'information des actionnaires et à la mise en place d'un système de gouvernance proches de ceux imposés par la réglementation des marchés financiers et les attentes des investisseurs boursiers.

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

Pour l'actionnaire fonds d'investissement, la bourse représente un instrument de liquidité unique pour sortir complètement ou de manière partielle d'une société au moment de l'introduction en bourse ou dans les mois/années qui suivent l'opération.

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



Sources Euronext



## 1.1 Introduction en bourse : les objectifs

### A. Pour l'entreprise

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

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

### B. Pour les actionnaires

Pour les actionnaires financiers, l'accès aux marchés financiers permet de redéfinir leurs objectifs à l'égard de leur participation :

- au moment de l'introduction, cession partielle ou totale ou au contraire réinvestissement ;
- au cours des mois ou des années à venir, conservation de tout ou partie de la ligne en vue de tirer bénéfice de l'évolution du cours ;
- la question de la participation au conseil d'administration ou de surveillance est traitée au paragraphe 1.2.

Un actif coté en bourse est accessible à de nouveaux investisseurs potentiels : gestion institutionnelle traditionnelle, investisseur privé de type Family Office, Hedge Funds, particuliers, industriels, fonds de capital-investissement.

Pour les actionnaires dirigeants, l'introduction en bourse est très souvent perçue comme une nouvelle étape dans une vie professionnelle. Sur un plan patrimonial, elle marque également une étape importante et est l'occasion de réfléchir à l'évolution du patrimoine professionnel, qui peut se traduire par un renforcement du contrôle, une cession partielle (cash-out) immédiatement ou à terme, des donations de titres démembrés ou non, l'établissement d'un pacte de conservation Dutreil, etc. Le dirigeant a ainsi la possibilité de réfléchir à la diversification de son patrimoine.

Pour les salariés de l'entreprise, il s'agit d'une étape importante dans le développement de l'entreprise renforçant sa notoriété et sa crédibilité. C'est aussi l'occasion d'une plus grande visibilité sur sa stratégie. Pour les salariés qui bénéficient de mécanismes d'intéressement au capital, l'introduction en bourse permet de mesurer les progrès de la valeur de l'intéressement, puis le moment venu de l'exercer et de bénéficier de la liquidité des actions cotées.

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

### A. Sortie à l'introduction ou post introduction ?

La stratégie de sortie est fonction de nombreux éléments :

- la stratégie d'investissement du fonds et les obligations liées à sa structure (durée de vie, statut fiscal du véhicule d'investissement...),
- la capacité d'absorption du marché, elle-même dépendant des caractéristiques propres de l'entreprise (taille, notoriété, secteur), et de la communication réalisée auprès des investisseurs avant et après l'introduction en bourse,
- la réussite de l'opération (dans le cadre d'une offre publique), mesurable par le niveau de sursouscription, qui permet aux fonds de céder un montant complémentaire au moment de l'introduction en bourse, par le biais de la green shoe (stratégie de sortie plus discrète). À titre d'exemple, en 2017, le taux de sursouscription lors des IPO s'est élevé à plus de 280% sur Euronext Paris et 75% des IPOs ont été suivies par l'exercice partiel ou total des options de sur-allocation, permettant une sortie accélérée des fonds,
- de l'espérance de rendement complémentaire par la hausse du cours. Il est à noter que la cession de titres à l'introduction pouvant être considérée comme un signal négatif communiqué aux nouveaux actionnaires investissant dans la société, il est important d'expliquer précisément au marché les montants et les raisons de cette sortie.

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

### B. Sortie minoritaire ou majoritaire ?

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

- Un actionnaire minoritaire pourra céder sa participation sur les marchés partiellement ou dans son intégralité au moment de l'introduction et son solde à tout moment après la période de lock-up. Il existe plusieurs types de lock-ups (simple, dégressif ou long) qui permettent de faire varier les durées de détention obligatoire, sachant que ces mêmes lock-ups peuvent être levés si la demande de nouveaux investisseurs est forte. Sachant qu'il s'agit d'une pratique de marché et non pas d'une réglementation particulière.
- Les actionnaires majoritaires doivent préparer avec la société et ses conseils une stratégie de sortie. Une sortie majoritaire s'effectuera généralement par étape, par cession partielle possible au moment de l'introduction en bourse et cession d'un ou plusieurs blocs au long du parcours boursier.

À noter que des blocs très significatifs peuvent être cédés et ce dans des délais extrêmement courts et à des coûts très faibles (inférieurs à 1 %). Ces cessions significatives de titres de la société sont en général réalisées par l'apporteur de liquidité. Par ailleurs, il est possible via la technique de l'ABB (Accelerated Book Building) de procéder au placement d'actions nouvelles dans le cadre d'une augmentation de capital ou au placement d'un bloc d'actions existantes par un actionnaire sortant, et ce en passant par la constitution rapide d'un livre d'ordre.

Une cession majoritaire peut également avoir lieu dans le cadre d'une offre publique réalisée sur la société cotée. L'introduction en bourse peut dans ce cas être compatible avec une stratégie de cession industrielle notamment optimisée par une prime de majorité.

La réussite de la sortie post introduction dépend de l'accompagnement de professionnels clefs, apporteur de liquidité et agence de communication financière, permettant à la société de s'assurer d'une certaine visibilité et d'une liquidité satisfaisante pour ses actionnaires.

Dans tous les cas il faut tenir compte de la réglementation en termes de franchissement de seuils.

### C. Période de cession

Il existe sur les marchés des périodes « négatives » (black-out period), durant lesquelles des opérations sur titres ne sont pas autorisées pour toute personne détentrice d'une information privilégiée, tels que les membres des organes d'administration ou de surveillance de la société. Ces fenêtres « négatives » couvrent en général des périodes de temps importantes (minimum légal de deux semaines avant la publication de résultats financiers).

Dans le cas où l'actionnaire accompagne la société en conservant sa participation, il peut continuer à être représenté au conseil. L'investisseur souhaitant céder sa participation se doit de réfléchir à la décision de quitter les organes d'administration ou de surveillance de la société, pour retrouver une plus grande liberté de gestion de sa participation.

L'entreprise doit pour sa part réévaluer sa gouvernance pour l'adapter aux exigences des marchés. Une réflexion concertée doit donc être menée entre les dirigeants et les actionnaires sur la composition du conseil d'administration ou de surveillance.

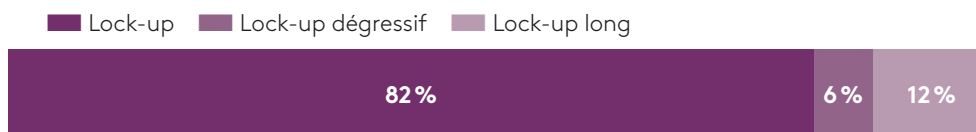
Focus sur les périodes de lock-up

Il y a 3 types de période de lock-up :

- *Lock-up Simple* : 100% des parts doivent être conservées entre 6 mois et 1 an
- *Lock-up Dégressif* : 100% des parts doivent être conservées 6 mois avant de pouvoir ensuite être vendues progressivement
- *Lock-up Long* : Période de lock-up comprise entre 1,5 an et 3 ans.

## Répartition des lock-up des actionnaires historiques

(étude sur les IPO depuis 2016)



Sources Euronext

## 1.4 Conditions d'accès aux marchés : Euronext, Euronext Growth et Euronext Access

Les entreprises peuvent inscrire leurs titres à la cotation sur différents marchés. En France, Euronext opère trois marchés : Euronext, le marché réglementé, Euronext Growth (ex. Alternext) qui est un marché dit « système multilatéral de négociation (ou SMN) organisé » et Euronext Access (ex. marché Libre), un SMN non organisé et son compartiment Access+.



Sources Euronext

### A. Euronext, le marché réglementé

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

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

- déposer au minimum trois années de comptes certifiés en norme comptable IFRS\*,
- diffuser 25 % de titres dans le public ou 5 % minimum si représentant au moins 5 000 000 €,
- produire un prospectus d'introduction en bourse, visé par le régulateur.

*\*possibilité pour les PME de déposer deux années de comptes certifiés en norme comptable IFRS (au lieu de trois) conformément à la réglementation européenne.*

### B. Euronext Growth : des conditions d'accès simplifiées

Euronext Growth (ex.Alternext) est un système multilatéral de négociation (SMN) organisé, adapté aux besoins des petites et moyennes entreprises, quel que soit leur secteur d'activité, qui sont à la recherche de sources de financement par le marché boursier avec des conditions d'accès à la cote simplifiées et des obligations réglementaires moins contraignantes et donc moins coûteuses pendant la vie de la société.

Euronext Growth est une alternative intéressante pour les PME-ETI car la liquidité n'est pas forcément moindre que sur le marché réglementé Euronext.

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

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

- disposer d'un flottant minimum de 2,5 millions d'euros,
- produire un prospectus d'introduction en bourse, visé par le régulateur.

Le Placement Privé s'adresse aux sociétés ayant réalisé une ou plusieurs levées de fonds auprès de fonds d'investissement durant l'année précédente. L'entreprise doit alors :

- justifier d'un montant de placement privé préalable à l'introduction d'au moins 2,5 millions d'euros réalisé durant l'année précédente répartis entre un nombre suffisant d'investisseurs,
- fournir lors de l'introduction un document d'information (non visé par le régulateur), rédigé sous la responsabilité d'un Listing Sponsor (voir ci-dessous) et de la société.

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

### C. Euronext Access pour un premier pas en bourse

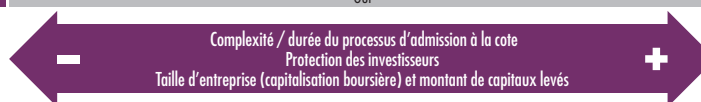
Euronext Access propose une introduction en bourse simple, encadrée et sans flottant minimum. Ce marché est particulièrement adapté aux petites et moyennes entreprises ou à certaines entreprises familiales. Pour entrer sur ce marché, il faut disposer d'un historique minimum de deux ans d'états financiers non audités et être accompagné par un listing sponsor au moment de l'admission.

Euronext Access+, segment d'Euronext Access dédié aux sociétés innovantes et start-ups, est un tremplin vers une future utilisation de marchés plus matures tels qu'Euronext Growth ou Euronext. Il permet de gagner en visibilité et crédibilité grâce à une première expérience de la bourse, tout en proposant un accompagnement plus soutenu. Il faut disposer de deux ans d'états financiers incluant les comptes audités du dernier exercice, ainsi qu'un flottant minimum d'1 million d'€ et obligatoirement un listing sponsor au moment de l'admission puis de façon permanente après l'introduction en bourse.

## D. Caractéristiques détaillées des marchés

	Euronext ACCESS	Euronext ACCESS +	Euronext GROWTH	Euronext (A/B/C)	
<b>ADMISSION INITIALE</b>	Capital Flottant	Non applicable	1 M€	2,5 M€	25% ou 5% si > 5 M€
	États financiers	2 dernières années (comptes audités non requis)	2 dernières années (incluant la dernière année de comptes audités)	2 dernières années de comptes audités	3 dernières années de comptes audités
	Normes comptables	IFRS ou local GAAP			IFRS
	Intermédiaire	Listing Sponsor			Listing Agent
	Document principal à fournir	Document d'information* * ou Prospectus UE en cas d'offre au public		Document d'information ou Prospectus UE	Prospectus UE
<b>OBLIGATIONS PERMANENTES</b>	Information financière annuelle	Oui mais en application de la réglementation légale locale	Rapport annuel audité		Rapport annuel audité
	Information financière semi-annuelle	Non requis	Rapport semi-annuel non audité		Rapport semi-annuel audité
	Informations susceptibles d'influer sur les cours, liste d'initiés, sondage de marché	Applicable (Directive Abus de marché)			
	Déclaration des transactions	Applicable (Directive Abus de marché)			
	Déclarations de franchissements de seuils (détenition du capital et droits de vote)	Non applicable	Applicable	Applicable	
	Anti-blanchiment	Applicable			
	Intermédiaire	Non requis	Listing Sponsor		Non requis
	Site Internet	Oui			

Sources : Euronext



## Taille des différents marchés

Le Choix de la Place de cotation

Marché/Compartment	Nombre d'émetteurs	Capitalisation boursière (en milliards €)	Capitalisation Boursière moyenne (en millions €)
Euronext (Compartment A)	268	4 390	16,380
Euronext (Compartment B)	225	127	565
Euronext (Compartment C)	301	25,5	85
Euronext Growth	195	13,2	68
<b>Total</b>	<b>989</b>	<b>4 556</b>	<b>17,098</b>



### Le Choix de la Place de cotation

Le choix de place de cotation doit se faire en amont du processus d'introduction en bourse et fait appel à de nombreux facteurs, notamment :

- L'origine géographique de la société, son ancrage culturel et son positionnement business ;
- L'écosystème et la présence de comparables sectoriels avec un bassin d'investisseurs sensibilisé au business model et des analystes renommés dans le secteur. Par exemple, le secteur des Sciences de la vie a connu une importante vague d'introductions en bourse sur les marchés d'Euronext, qui est devenu la 1ère place européenne sur ce secteur (90 sociétés cotées).
- La taille de l'opération et la maturité de la société : pour des opérations de petite taille ou pour des entreprises trop jeunes, certaines places ne possèdent pas le bassin d'investisseurs adaptés.
- L'environnement juridique & fiscal, avec notamment le cadre de la responsabilité des dirigeants.
- La complexité du processus d'introduction en bourse.
- Les coûts liés à l'introduction en bourse, fonction des frais des partenaires financiers locaux.

## 1.5 Le processus d'introduction en bourse

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

### Travaux initiaux

Le prospectus d'introduction en bourse est un document proche d'un memorandum d'information.

Il a pour vocation de répondre à un certain nombre de questions :

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

## Sélection des partenaires

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

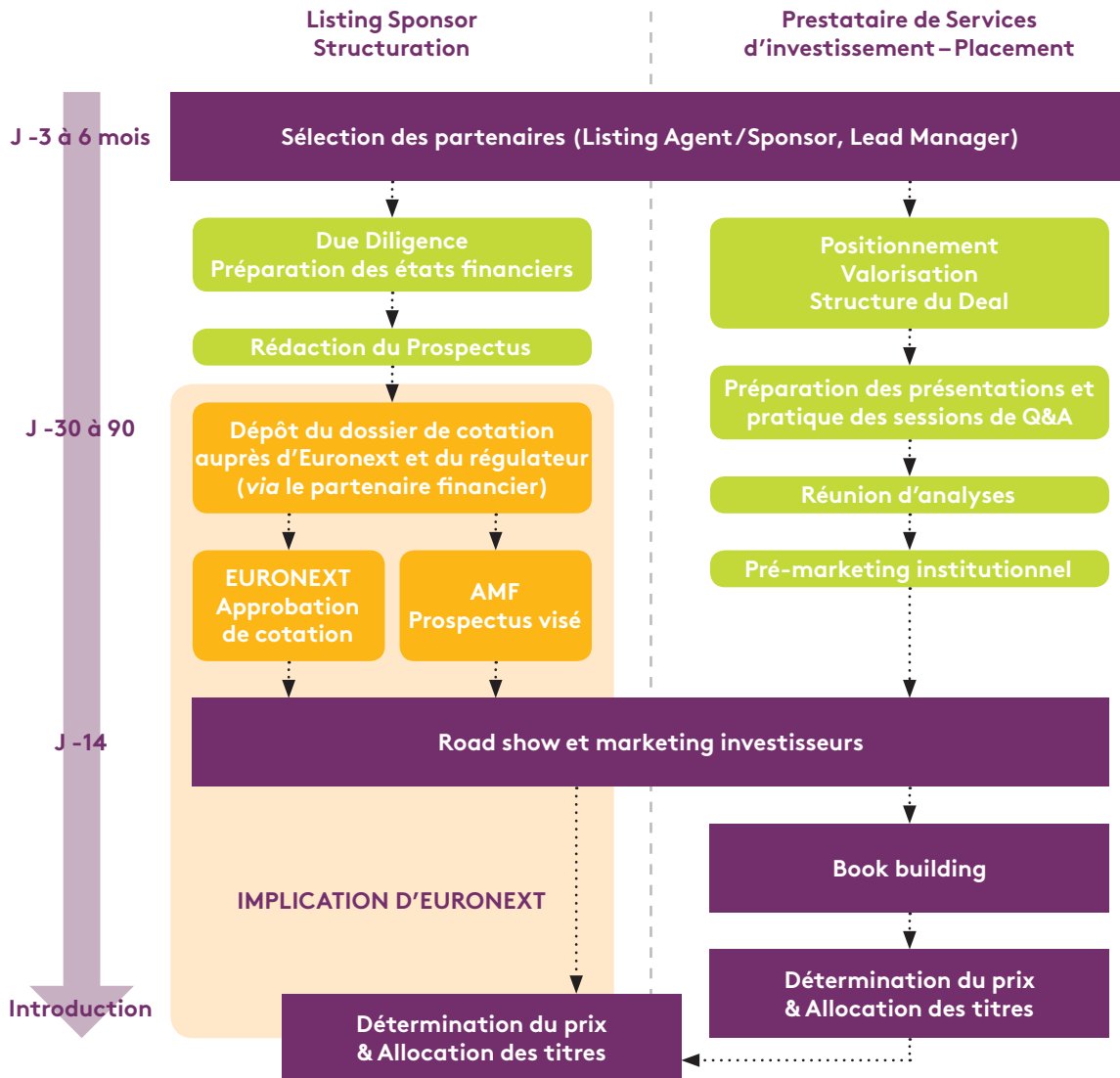
- Le Conseil dédié et/ou le Listing Sponsor obligatoire sur Euronext Growth et Euronext Access accompagnent l'équipe dirigeante tout au long du processus d'introduction en bourse, de façon indépendante, en tant que coordinateur de l'opération.
- le ou les banque(s) introductrice(s) sont en charge de l'exécution de l'opération, de la préparation de l'opération avec le Conseil ou Listing Sponsor, de l'établissement du prospectus jusqu'au placement des actions auprès des investisseurs, puis assurent la promotion de la société après l'introduction. Il est d'usage de recourir à plusieurs établissements (co-lead et bookrunners) pour mieux couvrir la période pré mais aussi post introduction.
- les conseils juridiques accompagnent les dirigeants et ses actionnaires dans la structuration juridique de la société et de l'opération ainsi que dans la mise en place des bonnes règles de gouvernance.
- le(s) commissaire(s) aux comptes (CAC) valident les informations financières de la société qui figurent dans le prospectus. S'il faut établir des comptes consolidés, la présence de deux commissaires aux comptes est nécessaire.

Sur le marché réglementé Euronext, la seule nécessité de devoir produire des comptes en norme IFRS oblige la société à fournir des comptes consolidés (quels que soient les seuils de taille) incluant ses filiales, et cette obligation implique donc la nomination d'un co-CAC. En revanche, sur Euronext Growth, les normes IFRS ne sont pas obligatoires. En présence de filiales, l'obligation d'établir et de publier des comptes consolidés dépend des seuils de tailles de bilan, d'effectif et de chiffre d'affaires. Le choix du 2ème commissaire aux comptes se fait selon un arbitrage coût/qualité de la signature.

- l'agence de communication aide à articuler les bons messages à destination des investisseurs. Elle est notamment en charge du plan média et de communication mis en place.
- l'apporteur de liquidité, qui a pour mission l'animation du titre et dont le rôle sera capital pour le développement de la liquidité.
- Enfin, l'opérateur de marché lui-même joue un rôle important dans la réflexion et la prise de décision relative à l'introduction en bourse. Il est recommandé d'échanger avec les interlocuteurs d'Euronext en amont d'un projet d'introduction en bourse.

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

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



### Coûts

Les coûts de levée de fonds sur Euronext Growth ou Euronext varient entre 6% et 12% des fonds levés (dégressif selon le montant). Ils sont déductibles de la prime d'émission pour la part d'augmentation de capital (pas d'impact sur le compte de résultat). Ces coûts intègrent :

- Les coûts des banques et établissements financiers, incluant le listing sponsor pour Euronext Growth et Euronext Access ainsi que les frais d'organisation des rencontres avec les investisseurs (« Roadshow ») représentent entre 5 à 7% des fonds levés, l'essentiel étant subordonné à la réalisation de l'opération ;
- Les frais juridiques et d'avocats, qui sont fonction de la complexité et du niveau de structuration de l'entreprise ;
- Les frais liés à la certification des comptes ;

- Les frais de communication financière, incluant les frais de l'agence de communication financière et surtout le plan media, marketing et publicitaire. L'enveloppe totale dépend de la taille de l'opération, de la part des fonds alloués au public et de la notoriété de la société. Il faut généralement compter 1% des fonds levés.
- La commission d'admission, appliquée par l'opérateur de marché, dont la valeur dépend de la capitalisation boursière de l'entreprise et une commission de centralisation qui est fonction des fonds levés.

### Revue des actions

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

- mise en œuvre d'un programme de due diligences,
- premières réunions avec les analystes pour valider la viabilité de l'opération de placement, puis pré-marketing, pour tester l'appétit du marché auprès d'investisseurs sélectionnés,
- rédaction d'un document de base AMF (dans le cadre d'une introduction sur Euronext ou par Offre Publique sur Euronext Growth),
- rédaction de la note d'opération,
- mise en conformité des statuts et remise à plat du pacte d'actionnaires,
- revue de la table de capitalisation : il est souvent nécessaire de « toiler » le capital, en unifiant toutes les actions en une seule catégorie et en supprimant les droits d'accès au capital qui n'ont plus lieu d'être (BSA ratchet, stock options non exerçables...), le tout sous la condition que l'introduction soit finalement effectivement réalisée,
- préparation des résolutions d'assemblée générale nécessaires à l'introduction en bourse,
- revue spécifique éventuelle dans le cadre des due diligences,
- vérification du niveau d'information de l'annexe aux comptes pour la hisser aux standards des sociétés cotées,
- revue des processus ayant conduit à l'élaboration du rapport du Président,
- mise en œuvre des normes IFRS (pour une introduction sur Euronext),
- certification de 3 années de comptes annuels et consolidés, le cas échéant,
- attestation sur des comptes semestriels et/ou proforma le cas échéant,
- revue de la déclaration sur le fonds de roulement, du tableau des capitaux propres et de l'endettement, de l'ensemble du prospectus AMF (document de base et note d'opération).

### Analyse financière

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

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

### Placement des titres et garantie

Le Listing Sponsor ou la banque introductrice pilotera le processus de placement :

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

## Communication

Les dirigeants s'appuieront sur l'agence de communication et sur le Listing Sponsor (dans le cas d'une introduction sur Euronext Growth et Euronext Access) pour préparer les éléments de présentation de l'entreprise et la faire connaître :

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

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

## Exemples d'IPO

### ATEME

Créé en 1991, ATEME conçoit et fournit des solutions logicielles de compression vidéo aux chaînes de télévision et aux diffuseurs de contenu vidéo du monde entier (89% de son chiffre d'affaire à l'international). En juillet 2014, ATEME décide de se coter sur le compartiment C d'Euronext Paris pour financer son développement commercial, maintenir son avance technologique sur ses concurrents et gagner des parts de marché. L'introduction en bourse suscite un fort intérêt des investisseurs : l'offre est sursouscrite 2,5 fois et le prix a été fixé en haut de fourchette à 4,4 €. Compte tenu du succès de l'opération, la clause d'extension et les options de surallocation ont été exercées, ce qui a permis à ATEME de lever 13,3 millions d'euros. Les investisseurs particuliers ont représenté 20% de l'allocation finale.

Avant l'IPO, le management détenait 37% du capital, le reste étant détenu par différents fonds, dont VENTECH (18% du capital). La sortie de VENTECH après l'IPO s'est faite en plusieurs étapes, selon le « newsflow » de la société. En février 2016, AteME annonce une croissance de son chiffre d'affaires de 15% et Ventech vend la moitié de participation (9%). En novembre de cette même année, le fonds vend le reste de sa participation (9%). AteME annonce 3 mois plus tard ses résultats 2016 avec un chiffre d'affaires en hausse de 31%.

### COGELEC

Créé en 2000 en Vendée, Cogelec est un fabricant français indépendant spécialisé dans la conception, la fabrication et la distribution de solutions innovantes d'interphone téléphonique et de contrôle d'accès commercialisées principalement sous sa marque phare Intratone. Ses solutions innovantes représentent des ruptures technologiques face à la concurrence. Cogelec est le leader français sur le marché du contrôle d'accès Vigik. Le Groupe propose ses solutions dans 10 pays à travers l'Europe, avec une priorité pour les marchés porteurs de l'Allemagne, du Royaume-Uni et des Pays-Bas, pays dans lesquels des filiales ont été créées depuis décembre 2017. Cogelec a réalisé une IPO sur Euronext le 18 juin 2018, lui permettant de lever 38,68 millions d'euros. A cette occasion, les fonds présents au capital (Naxicap Partners et Banque Populaire Développement pour chacun 12,3% soit un total de 24,6%) ont pu sortir du capital à cette occasion. Au moment où la cession se profile, il est utile de détailler le processus qui va se dérouler afin que personne ne soit surpris de son articulation, de sa durée, de son aspect chronophage, voire des conflits d'intérêts potentiels qu'il peut engendrer, notamment quand toutes les parties ne sont pas traitées de manière égalitaire (partage du prix, garantie de passif, réinvestissement).

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



## 2. CESSION INDUSTRIELLE

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

#### Les actionnaires

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

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

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

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

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

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

- La cession de contrôle aura un impact sur l'entreprise, et le conseil d'administration doit veiller à l'intérêt de l'entreprise particulièrement dans cette phase.
- Le conseil d'administration peut décider ou le conseil de surveillance peut autoriser le lancement d'une politique de rapprochement pouvant déboucher sur des partenariats, une fusion ou une cession.
- Les représentants des actionnaires financiers au conseil d'administration ou de surveillance peuvent alors aider les dirigeants à analyser la situation de la société dans la perspective de son intégration à un plus grand ensemble :
  - positionnement stratégique, organisation interne, forces et faiblesses,
  - définition et suivi d'actions correctrices,

- présentation et valorisation de la société,
- vérification que la société dispose des financements nécessaires jusqu'à la cession, voire au-delà en s'interrogeant sur les capacités du nouvel actionnaire de contrôle à faire face aux besoins de financement de la société.
- Les membres du conseil doivent également prendre en compte les droits et les situations particulières des autres personnes intéressées par le développement de l'entreprise : salariés, clients, fournisseurs, banques finançant la société.
- Sur le plan juridique, il faut identifier et veiller au respect des obligations légales : information et consultation du comité d'entreprise, mise en oeuvre des plans d'intéressement des salariés, accords préalables éventuels des autorités (concurrence, secteurs réglementés) ou des co-contractants (en cas de clause de changement de contrôle). Ces tâches incombent aux dirigeants ou aux acheteurs, selon les cas.

## 2.2 Choix des conseils externes – Termes de leur mandat

### 2.2.1. Relations avec le conseil financier

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

On peut à cet égard faire les recommandations suivantes :

- Il est important que les investisseurs s'impliquent dans la relation avec le conseil financier, lors du choix initial et tout au long du processus de vente, aussi bien pour apporter leur connaissance de l'entreprise et leur savoir-faire que pour faire prendre en compte leurs objectifs propres.

#### **Comment choisir le conseil financier en vue d'une cession ?**

Les critères du choix sont les suivants :

- compétence sectorielle,
- appartenance ou non à un réseau international,
- taille et services attendus (« boutique », réseau, banques traditionnelles),
- références d'opérations précédentes comparables,
- qualité et disponibilité des personnes en charge du dossier,
- positionnement et éventuels liens avec des concurrents de l'entreprise. A discuter : clause d'exclusivité dans le secteur ou sur la société cible/clause de protection contre les conflits d'intérêts (organisation d'une « muraille de Chine »),
- conditions tarifaires.
- Prévoir le cas échéant un double mandat au même conseil :
  - l'un donné par l'entreprise pour les recherches de partenariats, la fusion totale ou partielle, la levée de fonds, la cotation sur un marché de titres (réglementé ou organisé),
  - l'autre donné par les actionnaires (ou les principaux d'entre eux) en vue de la cession de leur participation.

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

## Les termes du mandat avec la banque

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

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

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

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

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

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

## Honoraires

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

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

## 2.2.2. Choix du conseil juridique (avocats)

### Critères du choix

- Connaissance des termes et conditions usuels, des pratiques et des contraintes réglementaires propres aux intervenants (différents types de fonds),
- track record et références, connaissance sectorielle et des problématiques particulières du secteur (propriété intellectuelle, secteurs réglementés...),
- connaissance de la société-cible elle-même et des contrats et questions juridiques la concernant,
- profil généraliste (« chef d'orchestre ») ou spécialiste,
- organisation du travail : l'associé responsable s'implique-t-il personnellement ? Dispose-t-il de collaborateurs compétents ? A défaut de disposer de toutes les compétences requises au sein du même cabinet (« full service »), comment seront traitées les questions particulières (liaison avec la direction juridique de l'entreprise, recours à des conseils spécialisés) ?,
- ouverture internationale, notamment en cas d'acquéreur non français. La maîtrise de la langue de l'acquéreur et la connaissance de ses us et coutumes en matière d'acquisitions sont un avantage important, même quand le droit français est appliqué,
- capacité à gérer la relation entre les différents intervenants (du côté des vendeurs et avec l'acquéreur).

### Faut-il un ou plusieurs conseils juridiques ?

La réponse à cette question dépend des critères suivants :

- chaque vendeur a la possibilité de se faire assister de son propre conseil pour défendre les intérêts qui lui sont propres,
- mais il peut être efficace, en termes de processus comme de coûts, que plusieurs vendeurs aient le même avocat. Il est même fréquent qu'un seul conseil représente tous les vendeurs, charge à certains de consulter leur propre conseil sur des points précis ou leurs problématiques propres,
- le mandat commun accepté par un seul avocat suppose un certain alignement des intérêts et un accord préalable sur les grands équilibres.

### Honoraires

- Usuellement sur la base du temps passé, avec éventuellement des budgets ou des forfaits si le processus est bien cadré et sur la base d'hypothèses (nombre de candidats acquéreurs, longueur des négociations, etc.). Les conventions d'honoraires peuvent comprendre une part liée au succès de l'opération, ou une décote en cas d'échec de la vente. Dans certains cas, ces frais sont finalement payés par l'acquéreur,
- bien définir la mission du conseil, notamment lorsqu'il représente plusieurs personnes, afin d'éviter que toutes les parties paient pour les problématiques particulières à certaines d'entre elles (structuration fiscale, contrat de travail d'un vendeur, etc.).

## 2.3 Maîtrise du processus de cession

### Maîtriser le temps

- Définir un calendrier prévisionnel,
- prévoir un point hebdomadaire par téléphone,
- garder en mémoire les points d'échéance du mandat donné au conseil financier.

### Travail préparatoire

- Marketing : rédaction d'un memorandum d'information (*information memorandum* et *executive summary*), et d'une liste de contacts. Documents à établir par le conseil financier et les dirigeants.

Usuellement les représentants des actionnaires donnent leur accord avant diffusion du memorandum d'information. Le travail peut être plus simple si les candidats acquéreurs sont déjà identifiés dès le début du processus.

- Financier et managérial : Identifier, en fonction de la table de capitalisation, des prix de revient et des clauses de préférence, les risques de désalignement d'intérêts à l'occasion de la cession :
  - entre fondateurs et investisseurs
  - entre certains fondateurs historiques à présent peu impliqués, et les dirigeants les plus actifs
- Juridique : avec l'avocat choisi pour accompagner l'opération, il y a un important travail de préparation à mener :

#### Comment anticiper et gérer les situations potentiellement difficiles ?

On peut recommander de s'efforcer d'identifier bien à l'avance les situations problématiques, notamment dans les domaines suivants :

- Identifier les **risques et les passifs propres à l'activité de l'entreprise**, qui peuvent faire fuir des candidats acquéreurs lors de leurs due diligences, et qui dans certains cas peuvent être traités ou minimisés à titre de préparation à la cession :
  - passer en revue les secteurs sensibles (propriété intellectuelle, droit du travail, litiges en cours...) ;
  - pratiquer si nécessaire des opérations de régularisation (notamment mise à jour de la documentation *corporate*, avenants à certains accords) ;
- Identifier les **situations potentiellement difficiles**, aussitôt que possible afin de les traiter préventivement (des surprises de dernière minute peuvent faire échouer une opération) :
  - actionnaires « disparus » ou avec lesquels on a perdu le contact ;
  - régime matrimonial, éventuels divorce ou succession d'actionnaires (indivision, enfants mineurs, incapacité) ;
  - revue des plans d'intéressement et de tous les droits d'accès au capital (bons de souscription d'actions, obligations convertibles, stock-options etc.) : vont-ils pouvoir être exercés (cas de départ des titulaires et revue des conditions d'exercice ; la valorisation attendue est-elle supérieure ou inférieure au prix d'exercice (in or out of the money) ? Comment le seront-ils (juste avant la cession, avec ou sans paiement préalable), quel impact ont-ils sur la table de capitalisation et la part du prix reçue par chacun ?
  - validité et efficacité des accords d'actionnaires : éventuellement, organiser la levée préalable d'un droit de préemption, ou organiser un raccourcissement des délais pour mieux entrer dans le calendrier souhaité par les acquéreurs ;
  - situation patrimoniale de certains actionnaires.
- **Gérer le calendrier** en fonction de l'**encadrement juridique** de la cession :
  - Information et/ou consultation des instances représentatives du personnel
  - Selon les secteurs d'activité, et la nationalité de l'acquéreur, autorisation préalable d'une prise de contrôle par des investisseurs étrangers
  - Selon la taille de l'entreprise, nécessité de se soumettre au contrôle des concentrations d'entreprises

- Le cas échéant, mener une vraie « vendors due diligence » comptable, fiscale, juridique, voire de l'activité elle-même en cas notamment de cession à des acquéreurs financiers de type investisseurs en capital.

### Relations avec les candidats acquéreurs

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

### Gestion de l'information

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

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

Les data rooms électroniques permettent de gérer les droits d'accès et de suivre la consultation des documents, et pour les acquéreurs simplifient l'accès et le traitement des informations. Il existe des logiciels et des prestataires spécialisés.

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

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

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

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



## 2.4 La structure des accords et la réalisation de la cession

### Il faut là encore maîtriser le calendrier

Il est préférable de ne pas laisser s'écouler de délai entre la signature et la réalisation de la vente (signing et closing).

Si des conditions suspensives sont indispensables, il vaut mieux, du point de vue des vendeurs, les limiter et notamment bien encadrer les clauses de modification de la situation (Material Adverse Change ou « MAC ») permettant à l'une des parties de ne pas réaliser la transaction.

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

Préalablement à la réalisation de l'opération, il convient de prendre en compte plusieurs exigences et notamment l'obligation d'information préalable des salariés dès lors que l'opération de cession aura pour effet de transmettre plus de 50 % des droits de vote ou du capital de l'entreprise cédée.

### Accords de partage du prix

#### Comment construire les accords sur le partage du prix de cession ?

Le principe est que chaque actionnaire doit recevoir le même prix par action de la société vendue.

Mais il est fréquent que toutes les actions ne soient finalement pas vendues au même prix :

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

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

### Garantie de passif

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

La partie retenue du prix est alors placée auprès d'un séquestre. Au terme du délai convenu, le séquestre libère les fonds au profit des vendeurs, sous réserve des indemnités réclamées par l'acquéreur au titre des garanties données.
- Ces garanties doivent être soumises à des clauses de franchise, plafond et durée. Ces clauses sont nécessaires pour poser les limites de la responsabilité des déclarants. De même, les clauses de procédure et d'information protègent les intérêts des parties. Dans ce domaine, l'ambiguïté n'est généralement pas recommandable. La jurisprudence est très attentive à la rédaction de ces clauses, lorsque la mise en jeu des garanties donne lieu à un litige.
- Dans certains cas, il est également possible de mettre en place une assurance sur tout ou partie de la garantie de passif accordée par un vendeur. Cette solution a néanmoins un coût significatif qui doit être considéré en amont de l'opération
- Il est utile de nommer un mandataire des vendeurs, qui est habilité à recevoir ou à regrouper les réclamations au titre de la garantie, et à agir au nom des vendeurs, éventuellement selon des règles de majorité à définir. Il convient de traiter la question des frais, de responsabilité et de l'éventuelle rémunération de ce mandat.

### Autorisation préalable des investissements étrangers en France.

Le cas échéant, en fonction du secteur d'activité duquel relève l'entreprise, l'opération de cession est susceptible d'être soumise à autorisation préalable du ministre de l'Économie en raison de l'origine étrangère de l'acquéreur. Ce type d'autorisation préalable existe dans de nombreux pays.

# 3. RESPIRATION DE L'ACTIONNARIAT (REPRISE D'UNE PARTICIPATION PAR UN NOUVEL INVESTISSEUR)

## 3.1 Nécessité d'une « respiration » de l'actionnariat

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

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

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

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

## 3.2 Une liquidité maîtrisée

La concertation entre les actionnaires et les dirigeants sur leur horizon de sortie respectifs et la compatibilité avec le business plan permettra d'anticiper les éventuels décalages et doit être évoqué dès l'entrée au capital.

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

- prévoir la possibilité pour un actionnaire ou un groupe d'actionnaires de pouvoir, au-delà d'un horizon de temps de détention défini, lancer ou demander aux dirigeants de lancer un processus de vente de la société (ou de leur participation) en donnant mandat à un conseil financier. Cette pratique courante permet à certains investisseurs, notamment financiers, de s'assurer qu'une fenêtre de liquidité leur sera offerte dans un délai cohérent avec le cycle de vie de leurs fonds.

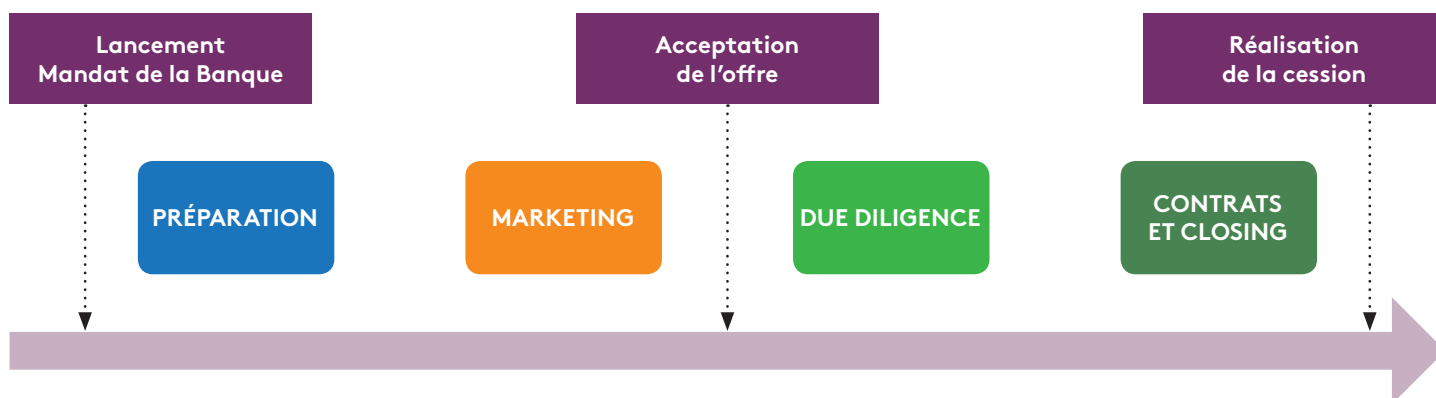
L'idée générale est que de tels transferts ne justifient pas l'application de restrictions trop importantes.

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

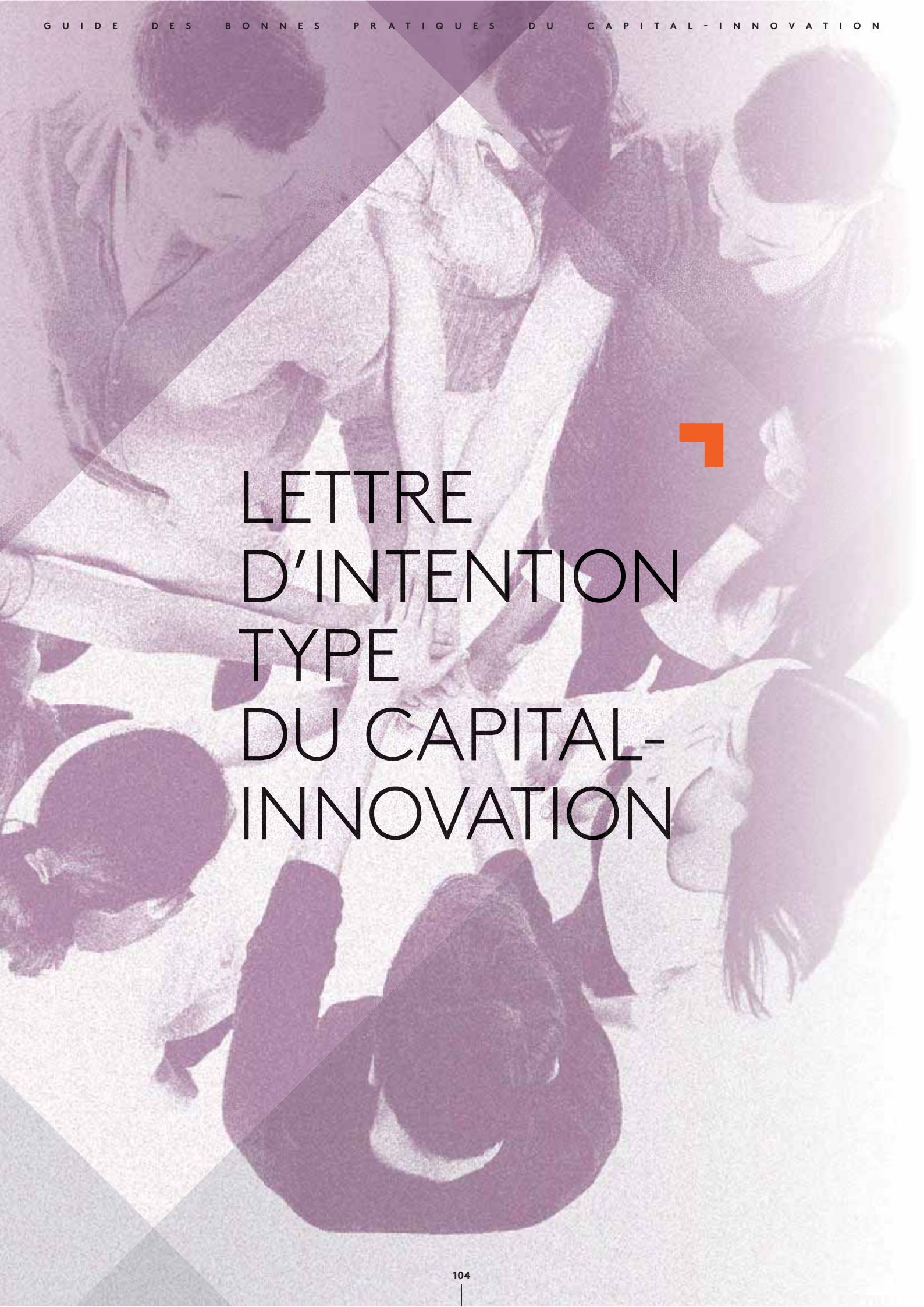
Certains investisseurs s'accordent mutuellement un droit de sortie conjointe proportionnelle (si un investisseur trouve un acheteur pour un certain nombre d'actions, tous les investisseurs pourront participer à cette cession). Mais c'est là un arrangement entre les investisseurs concernés, qui ne déclenche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

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

## Schéma indicatif







LETTRE  
D'INTENTION  
TYPE  
DU CAPITAL-  
INNOVATION

**Avertissement :**

- *La lettre d'intention est normalement éditée sur le papier à en-tête de l'Investisseur et signée par lui. Elle est signée en retour par la société-cible ainsi que par ses fondateurs et/ou actionnaires majoritaires.*
- *Les motivations et objectifs de l'investissement sont usuellement précisés dans un préambule ou dans une lettre de couverture.*
- *Dans ce modèle, les passages entre [\_\_\_] indiquent soit des informations à compléter, soit des solutions alternatives à choisir en fonction de l'opération envisagée.*
- *Le modèle présenté ici est relativement détaillé et développé. Il est possible de le simplifier, les questions non traitées dans la lettre devant alors être discutées après la signature de la lettre d'intention et avant la réalisation de l'investissement dans la documentation juridique, notamment les pactes d'actionnaires et/ou les statuts.*

Cette lettre d'intention présente les principales conditions et modalités selon lesquelles l'investissement envisagé dans la société [\_\_\_\_\_] pourrait être réalisé. Elle ne constitue pas à ce stade un engagement ferme et irrévocable des parties de procéder à cet investissement et ne doit en aucun cas être considéré comme tel.

Cette lettre d'intention a été préparée sur la base et en l'état des informations reçues de la Société, et particulièrement du business plan pour les années [\_\_\_] à [\_\_\_] [qui figure]/ [dont le résumé figure] en **Annexe A** (le « **Business Plan** ») et de la table de capitalisation figurant en **Annexe B** (la « **Table de Capitalisation** ») ainsi que les informations financières qui auront été communiquées en **Annexe C**.

Ces documents ont été préparés par les Fondateurs et les Investisseurs se sont fondés sur eux pour rédiger cette lettre d'intention.

**1. La Société**

[\_\_\_\_\_] (la « **Société** »)

société [anonyme/par actions simplifiée] au capital de [\_\_\_] €, siège social : [\_\_\_], immatriculée au RCS de [\_\_\_] sous le numéro [\_\_\_].

La Société a pour activité [\_\_\_\_\_] . [La Société détient [\_\_]% du capital de la société [\_\_\_\_\_] et [\_\_]% du capital de la société [\_\_\_\_\_] (les « **Filiales** ») .]

La Société a pour actionnaires principaux :

- Actionnaires dirigeants (les « **Fondateurs** ») :

- [Fondateur 1]
- [Fondateur 2]

- [Investisseurs (les « **Investisseurs Existants** ») :

- [Investisseur Existant 1]
- [Investisseur Existant 2]

*[Note : la définition de ces différentes catégories permet de bien définir les droits et obligations de chacun].*



## 2. Investissement

Le montant total de l'investissement dans le capital de la Société sera de [\_\_\_] € (l'« **Investissement** »), [apporté en [deux] tranches comme indiqué ci-après et] réparti comme suit entre les investisseurs désignés ci-dessous (les « **Investisseurs** ») :

	Tranche 1	Tranche 2	Total
- [Investisseur 1]	[___] €	[___] €	[___] €
- [Investisseur 2]	[___] €	[___] €	[___] €
- Ensemble	[___] €	[___] €	[___] €

L'Investissement sera réalisé comme suit :

- [La Tranche 1 de l'Investissement sera réalisée par une] augmentation de capital de la Société, d'un montant total, prime d'émission incluse, de [\_\_\_] € (l'« **Augmentation de Capital** »). L'Augmentation de Capital sera intégralement réservée aux Investisseurs selon la répartition définie ci-dessus.

La date de réalisation de l'Augmentation de Capital est définie comme la « **Date de Réalisation** ».

- [La Tranche 2 de l'Investissement sera réalisée par une augmentation de capital complémentaire de la Société, d'un montant [de [\_\_\_] €]/[compris entre [\_\_\_] € et [\_\_\_] €]. [La réalisation de la Tranche 2 résultera de l'exercice par les Investisseurs des bons de souscription d'actions (les « **BSA Tranche 2** ») reçus par eux lors de l'Augmentation de Capital.]

La Tranche 2 sera réalisée dans un délai de [\_\_\_] suivant la Date de Réalisation, si les conditions suivantes sont réalisées :

- [\_\_\_ Définir les conditions objectives (Milestones) et le cas échéant le mode de constatation de la réalisation des objectifs \_\_\_] (les « **Objectifs** »)
- [Absence d'évènement ayant des conséquences graves pour la Société.]

Dans tous les cas, les Investisseurs pourront réaliser le Tranche 2 même s'ils n'y sont pas tenus du fait de la non-réalisation des conditions.

*[Note : la réalisation de la Tranche 2 fait l'objet soit d'engagements fermes sous conditions plus ou moins nombreuses, soit d'une simple possibilité laissée à la discrétion des Investisseurs].*

## 3. Valorisation - Table de Capitalisation

Sur la base des informations transmises à ce jour, la valorisation de la Société avant l'Investissement sera de [\_\_\_\_\_] € pour [\_\_\_\_\_] actions existantes sur une base pleinement diluée (« *pre-money fully diluted* »).

Sur la base de cette valorisation :

- les actions émises au titre de l'Augmentation de Capital le seront pour un prix par action de [\_\_\_] € ; et
- après réalisation de l'Augmentation de Capital, les Investisseurs détiendront [\_\_\_] % du capital et des droits de vote de la Société et [\_\_\_] % sur une base pleinement diluée (« *post money fully diluted* »).

Toutefois, cette valorisation et la part du capital détenue par les Investisseurs seront susceptibles d'évoluer en fonction des mécanismes d'ajustement décrits ci-après.

La répartition du capital après la réalisation de l'Investissement, avec l'indication de la part respective des Fondateurs et des Investisseurs dans le capital de la Société, figure dans le projet de Table de Capitalisation présenté en **Annexe B**.

Les actions existantes à ce jour sont [toutes des actions ordinaires] et sont intégralement souscrites et libérées.

Il est fait l'hypothèse à ce stade qu'il n'existe pas de financement de la Société par voie d'emprunt (obligataire, bancaire, leasing), assorti ou non de droits d'accès au capital [,à l'exception de ce qui est décrit en **Annexe [A]**].

#### 4. Plan d'intéressement

Un plan d'intéressement des dirigeants et salariés de la Société [existe] / [sera mis en place à la suite de l'Augmentation de Capital] (le « **Plan d'Intéressement** »).

Ce plan a pour objet :

- l'émission de [\_\_\_\_\_] [bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (les « **BSPCE** »), représentant [\_\_\_\_\_] % du capital sur une base pleinement diluée [avant/après] réalisation de l'Investissement. Sous réserve des conditions du vesting, chaque BSPCE donne le droit de souscrire une action ordinaire [à un prix au moins égal à celui payé pour les actions souscrites lors de l'Augmentation de Capital].
- l'émission de [\_\_\_\_\_] actions gratuites ordinaires de la Société.

*[Note : le choix d'un mécanisme d'intéressement approprié doit faire l'objet d'une analyse financière, juridique et fiscale spécifique. France Invest promeut le partage de la valeur créée par les parties prenantes d'un projet entrepreneurial, en tenant compte des risques pris et de la contribution de chacune d'elles (Charte d'engagement des Investisseurs pour la Croissance – Juin 2008 Mise à jour en Février 2014). France Invest milite également pour le développement des outils d'intéressement des salariés et dirigeants à la plus-value capitalistique de leurs investissements, pour plus de détails sur les plans d'intéressement voir CHAPITRE 1.2.4 du Guide].*

#### 5. Actions émises – Nombre - Prix - Droits

- Il sera émis au titre de l'Augmentation de Capital (Tranche 1) [\_\_\_\_\_] actions, au prix de [\_\_\_\_\_] € par action (soit [\_\_\_\_\_] € de valeur nominale et [\_\_\_\_\_] € de prime d'émission).
- Il sera émis au titre de la Tranche 2 un nombre d'actions supplémentaire compris entre [\_\_\_\_\_] et [\_\_\_\_\_] . Le prix par action [sera de [\_\_\_\_\_] €] / [sera compris entre [\_\_\_\_\_] € et [\_\_\_\_\_] €, en fonction de la réalisation des Objectifs décrits à la section 2].

• *[Décrire le type de titres financiers et de valeurs mobilières (voir le Glossaire) :*

- actions ordinaires
- actions + BSA
- actions de préférence / convertibles / remboursables
- autres (OCA, ORA, OBSA ...)]

## 6. Droits particuliers des Investisseurs et priorités en cas de cession

En cas de cession, de fusion-absorption ou de liquidation de la Société, les Investisseurs disposeront de droits particuliers leur permettant de percevoir un remboursement prioritaire de leurs apports.

Ainsi, en cas de cession [de la totalité/majorité] du capital de la Société, le prix reçu par les actionnaires cédants sera réparti comme suit :

**Note : il est possible d'inclure d'autres options à définir (voir les exemples donnés dans le Guide CHAPITRE 3.3)]**

- en premier lieu : [chaque actionnaire reçoit un montant égal à la valeur nominale des actions cédées] / [répartition entre tous les actionnaires, au prorata du nombre d'actions cédées, d'un montant correspondant à [5/10] % du prix payé],
- en deuxième lieu : attribution prioritaire aux Investisseurs de ce tour d'un montant égal au prix de souscription de leurs actions (prime d'émission incluse et en tenant compte du montant reçu au titre du premier alinéa), [le cas échéant, prévoir un multiple ou un TRI garanti]
- enfin, répartition du solde entre toutes les actions cédées, au prorata du nombre d'actions cédées.

**Attention : (1) les options présentées ci-dessus provoquent des effets de palier dans la situation des différentes catégories d'actionnaires, à corriger éventuellement en intégrant des paramètres de progressivité dans l'étape 2 ; (2) Il convient à titre général de s'assurer que la formule choisie n'a pas un caractère léonin, ce qui la rendrait inapplicable (art. 1844-1 du Code civil, voir « clauses léonines » dans le Glossaire et le CHAPITRE 3.3 du Guide).**

[Des exemples d'application de cette clause sont donnés en Annexe [A].]

La même règle de répartition s'appliquera en cas de :

- liquidation de la Société, dans la limite de l'actif net de liquidation disponible [et étant précisé que la répartition au titre du premier alinéa donnera lieu en tout état de cause au remboursement du nominal de chaque action].
- fusion par absorption de la Société ou transfert de la totalité des actifs de la Société, ou toute opération équivalente.

En outre, toute décision relative à la distribution ou à l'incorporation au capital de réserves (y compris toute prime d'émission) par la Société sera soumise à l'accord préalable des Investisseurs [statuant à la majorité des 2/3 des actions de la société qu'ils détiennent].

**[Note : certains Investisseurs demandent la possibilité de se faire racheter ou rembourser leur investissement par la Société, sous certaines conditions (obligations simples ou convertibles, « redeemable shares » (voir le Glossaire)). Ce type de montage doit faire l'objet de dispositions spécifiques.]**

## 7. Ajustement du prix de revient des Investisseurs (Ratchet)

En cas d'émissions de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société (à l'exception des augmentations de capital résultant du Plan d'Intéressement), réalisée sur la base d'un prix par action inférieur au prix de souscription d'une action retenu pour l'Investissement (l'« **Emission Dilutive** »), [et ce pendant une période de [3/5/...] ans à compter de la Date de Réalisation,] les Investisseurs auront le droit de recevoir un nombre d'actions supplémentaire suffisant pour ramener le prix unitaire moyen des actions des Investisseurs [au prix par action retenu dans le cadre de l'Emission Dilutive (Full Ratchet)]/[à la moyenne [calculée sur une base [broad-based/narrow-based]] des prix respectivement retenus dans le cadre des Emissions Dilutives réalisées depuis l'Augmentation de Capital et dans le cadre de l'Augmentation de Capital (Weighted Average Ratchet)].

[Ce droit d'ajustement du prix de revient sera conditionné au fait que les Investisseurs participent à l'Emission Dilutive au prorata de leur participation dans la Société (mécanisme dit « *pay to play* »).]

*[Note : Voir les définitions, schémas et autres exemples cités dans le Glossaire et dans le CHAPITRE 3.2 du Guide].*

Des exemples d'application de cette clause sont donnés en **Annexe B.**

Cet ajustement se réalisera par [l'exercice des BSA attachés aux actions souscrites par les Investisseurs]/[par la conversion des actions souscrites par les Investisseurs en un nombre plus important d'actions].

## 8. Gouvernance

La gouvernance de la Société sera organisée sur la base des principes suivants :

### 8.1 Organisation

La Société sera dotée d'un [Conseil d'administration]/[Directoire et Conseil de surveillance]/[autres appellations : [Comité de direction et Conseil stratégique/...]

*[Notes :*

- *dans les SA, on peut choisir entre l'organisation à directoire et conseil de surveillance ou à conseil d'administration. Dans les SAS, on peut reproduire ces organes avec des règles de fonctionnement plus souples (décisions par écrit, etc) et des droits spécifiques statutaires, ou choisir des organisations plus originales telles que un conseil de direction ou un conseil stratégique.*
- *Les pratiques des investisseurs diffèrent quant à leur participation dans les conseils des sociétés du portefeuille : certains ne prennent jamais de sièges, d'autres seulement dans des conseils de surveillance, d'autres toujours dans des conseils d'administration qui sont en prise plus directe avec la gestion de la Société*
- *Sur ces questions, voir le CHAPITRE 2 du Guide consacré à la Gouvernance].*

### 8.2 Composition du Conseil

Le [Conseil d'administration]/[Conseil de surveillance] comprendra au maximum [\_\_\_\_] membres :

- un membre désigné sur présentation par [\_\_\_\_],
- un membre désigné sur présentation par [\_\_\_\_],
- un membre désigné sur présentation par [\_\_\_\_],
- un membre désigné sur présentation par [\_\_\_\_],
- [Eventuellement [\_\_\_\_] autres membres indépendants, proposés par les Investisseurs].

[En complément, [\_\_] censeur[s] / observateur[s] sera[ont] désigné[s] sur présentation par [\_\_\_\_].

8.3 Dirigeants	<p>À la Date de Réalisation :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- le président du [Conseil d'administration]/[Conseil de surveillance] sera [____] ;</li> <li>- [le directeur général sera [____], [assisté par [____], directeur général délégué].</li> <li>-[le Directoire sera composé de [____] membres, dont [____] (président), [[____], (directeur général)] et [____].</li> </ul>
8.4 Décisions importantes	<p>La direction et la gestion de la Société seront assurées par ses représentants légaux, sous leur responsabilité.</p> <p>Toutefois, les décisions importantes dont la liste figure à l'<b>Annexe D</b>, qui ne relèvent pas du cours normal des affaires, devront préalablement être soumises à l'approbation du [Conseil d'administration]/[Conseil de surveillance] statuant à la majorité [des 2/3/des 3/4/simple avec le vote favorable d'au moins [____] membres désignés par les Investisseurs].</p> <p>En outre, les décisions affectant les droits des Investisseurs, la liquidité de leur investissement ainsi que certaines opérations portant sur le financement de la Société seront soumises à des règles spécifiques nécessitant le consentement des Investisseurs.</p>
8.5 Personnes-Clés	<p>Les Fondateurs [ainsi que M. [____]/Mme [____]] seront considérés comme des « <b>Personnes-Clés</b> ». Les Personnes-Clés s'engageront à l'égard de la Société et des Investisseurs, et sauf accord spécifique des Investisseurs :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- à ne pas faire concurrence à la Société, à ne pas détenir de participation dans des entreprises du même secteur d'activité, et à ne pas solliciter le personnel, les clients et les fournisseurs de la Société pour une activité autre que celle de la Société,</li> <li>- à consacrer l'exclusivité de leur activité à leurs fonctions dans la Société,</li> <li>- à ce que tout élément de propriété intellectuelle relatif à l'activité de la Société soit déposé au nom de la Société qui en sera seule propriétaire, et, le cas échéant, à régulariser le transfert à la Société des droits dont elle ne serait pas propriétaire.</li> </ul>
8.6 Assurances	<p>[Il sera souscrit, aux frais de la Société :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- une assurance couvrant la responsabilité civile des mandataires sociaux [, y compris les membres du Conseil d'administration/de surveillance],</li> <li>- une assurance « personnes-clés » bénéficiant à la Société pour un montant minimum de [____] €.]</li> </ul>
9. Information des Investisseurs	<p>Les Investisseurs auront le droit de recevoir les informations financières (le cas échéant sur une base consolidée) et commerciales définies à l'<b>Annexe D</b>, indépendamment de la présence de leurs représentants au [Conseil d'administration] / [Conseil de surveillance].</p>
10. Encadrement des cessions d'actions	<p>Les opérations sur les titres de capital et sur les valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société (les « Titres ») feront l'objet d'engagements usuels pour des investissements de cette nature, qui sont décrits dans l'<b>Annexe F</b> et qui seront inclus dans les statuts de la Société et/ou dans un Pacte d'actionnaires.</p> <p>[Il est précisé que les statuts ne comporteront pas de clause d'agrément des cessions de Titres].</p>

<h2>11. Engagements de la Société et des Fondateurs</h2>	<p>Compte tenu des efforts entrepris par les Investisseurs en vue de la réalisation de l'Investissement, et afin de donner les meilleures chances de réalisation à cet Investissement, la Société et les Fondateurs s'engagent à mettre en œuvre les actions nécessaires pour rendre possible la réalisation de l'Investissement dans les conditions décrites dans cette lettre d'Intention, et notamment à négocier de bonne foi la documentation juridique et à faciliter la réalisation des conditions préalables visées au § 12. Plus spécifiquement, la Société et les Fondateurs prennent les engagements suivants :</p>
<h3>11.1 Déclarations et Garanties</h3>	<p>Les Fondateurs [et la Société] souscriront au bénéfice des Investisseurs des déclarations et garanties conformes aux usages pour une opération de cette nature et satisfaisantes pour les Investisseurs. Ces déclarations porteront, notamment et sans que cette liste soit limitative, sur la Société et ses filiales (activités, actifs, passifs, engagements, litiges, comptes, capitaux propres à la Date de Réalisation, Business Plan, droits de propriété intellectuelle et industrielle, composition du capital, régularité des opérations, conformité à la loi) et sur l'absence de tout engagement ou limitation de la capacité de la Société à développer son activité et des dirigeants à agir pour le compte de la Société.</p> <p><b>Préciser le cas échéant : durée, seuil, franchise, plafond, solidarité des Fondateurs, paiement en numéraire ou en actions, ...]</b></p> <p><i>[Note : ces déclarations et garanties ont pour fonction de rapprocher le niveau de connaissance de la Société par les Fondateurs et les Investisseurs et de responsabiliser les Fondateurs par rapport à la situation réelle de la Société : voir CHAPITRE 1.4.2 du Guide]</i></p>
<h3>11.2 Exclusivité</h3>	<p>Pendant la période courant jusqu'au [_____] (la « <b>Période d'Exclusivité</b> »), la Société et ses actionnaires signataires de la présente lettre d'intention donnent l'exclusivité à la présente proposition. Ils s'engagent à ne pas initier ou poursuivre toutes discussions ou à prendre tout engagement à l'égard de tiers en vue d'un investissement dans la Société ou de toute opération pouvant remettre en cause la réalisation de l'Investissement ou du Business Plan, sans l'accord préalable écrit des Investisseurs.</p> <p>[Dans le cas où, à la date prévue pour l'expiration de la Période d'Exclusivité, les négociations seront encore en cours en vue de la réalisation de l'Augmentation de Capital, la Période d'Exclusivité sera de plein droit prolongée d'une durée complémentaire de [15] jours, sauf si les Investisseurs y renoncent par écrit.]</p>
<h3>11.3 Informations</h3>	<p>La Société et les Fondateurs s'engagent à communiquer aux Investisseurs et à leurs conseils toutes informations utiles ou nécessaires en vue de la réalisation de l'Investissement et de la levée des conditions suspensives, notamment dans le cadre de la réalisation des audits et de la documentation juridique, et à faciliter cette réalisation.</p> <p>Ils s'engagent également à tenir informés les Investisseurs, sans délai, de tout fait ou événement survenant avant la Date de Réalisation pouvant remettre en cause une information déjà communiquée, ou constituant un élément important quant à la situation ou aux perspectives de la Société ou quant à la réalisation de l'Investissement et notamment pouvant avoir un impact sur la réalisation des conditions suspensives.</p> <p>Les informations échangées pendant cette phase seront traitées conformément aux engagements de confidentialité existant par ailleurs.</p>

## 11.4 Confidentialité

L'existence et les termes de cette lettre d'intention sont strictement confidentiels. Les destinataires de la lettre d'intention s'engagent à ne pas les divulguer pendant [2 ans] à compter de la date de la lettre, sauf (a) aux tiers (actionnaires de la Société, employés, consultants, avocats et autres conseils), dans la mesure où ceux-ci auront à en prendre connaissance en vue de la réalisation de l'Investissement et dans la mesure où ces tiers seront eux-mêmes liés par une obligation de confidentialité, (b) dans les cas requis par la loi et les règlements ou (c) en cas de litige pour les seuls besoins de la procédure. Notamment, la Société et ses actionnaires ne pourront divulguer les termes de cette lettre d'intention à tous autres investisseurs sans l'accord préalable écrit des Investisseurs. [Les Investisseurs pourront pour leur part communiquer la lettre d'intention pour les besoins de la syndication éventuelle de l'Investissement].

***[Note : Vérifier que cette clause ne vient pas en contradiction avec d'autres engagements de confidentialité applicables. Voir CHAPITRE 1.1.3 du Guide]***

## 11.5 Frais

- Si l'Augmentation de Capital se réalise, les frais d'expertise, d'audit et de rédaction des actes nécessaires exposés par les Investisseurs en vue de la réalisation de l'Augmentation de Capital seront pris en charge par la Société [dans la limite d'un montant maximum de [\_\_\_] euros HT], lesdits frais ayant été engagés dans l'intérêt de la Société.
- Si l'Augmentation de Capital ne se réalise pas, chacune des parties supportera les frais exposés par elle, et les Investisseurs supporteront les frais d'audit et relatifs aux conseils qu'ils auront désignés au prorata de leurs participations envisagées dans l'Augmentation de Capital. [Toutefois, il est entendu que ces frais seront remboursés par la Société [si les audits réalisés révèlent que la situation de la Société est substantiellement différente de celle présentée dans les informations communiquées aux Investisseurs à la date de signature de cette lettre d'intention,] [ou si l'Augmentation de Capital ne se réalise pas dans les conditions prévues dans cette lettre d'intention du fait de la Société ou de ses actionnaires ou dirigeants] [, dans la limite d'un montant maximum de [\_\_\_] euros HT]].
- [Il est précisé qu'en cas de réalisation de l'Investissement, le montant de toute commission due par la Société à tout mandataire ou intermédiaire au titre de cette opération n'excèdera pas un montant maximum de [\_\_\_] euros TTC.]



12. Réalisation	L'Augmentation de Capital se réalisera dans les conditions suivantes :
12.1 Calendrier	<p>L'Augmentation de Capital sera réalisée [au plus tard le [.....]/[dans les meilleurs délais], sous réserve de la réalisation des conditions préalables prévues ci-dessous.</p> <p>A défaut de réalisation de l'Augmentation de Capital au plus tard au terme de la Période d'Exclusivité, la présente proposition sera caduque. Elle ne pourra être renouvelée que par accord écrit signé entre toutes les parties aux présentes.</p>
12.2 Conditions préalables	<p>La réalisation de l'Investissement n'est pas garantie par la signature de cette lettre d'intention, qui ne crée pas d'obligations à cet égard. Il reste nécessaire de réunir, au plus tard à la Date de Réalisation, un certain nombre de conditions préalables d'usage, et notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• [Accord définitif des organes de décision des Investisseurs sur l'opportunité et les modalités de l'Investissement] ;</li> <li>• Réalisation d'audits (notamment juridique, social, fiscal, comptable, financier, techniques, environnement, d'assurances et des droits de propriété intellectuelle et industrielle de la Société et, le cas échéant, de ses filiales) <b>[à compléter en fonction de la Société]</b>, les conclusions de ces audits devant être satisfaisantes pour les Investisseurs et notamment ne pas remettre en cause les prévisions du Business Plan ;</li> <li>• [Conditions spécifiques à réaliser avant le closing : modification des statuts, opérations financières (avances, subventions, restructuration du capital...), régularisation des droits de propriété intellectuelle, conclusion d'un contrat donné avec un client ou fournisseur, nomination d'un commissaire aux comptes, option pour l'impôt sur les sociétés... <b>[à compléter et adapter pour chaque investissement]</b>]</li> <li>• Signature par l'ensemble des actionnaires de la Société et par les Investisseurs, au plus tard à la Date de Réalisation, de la documentation usuelle répondant aux principes décrits ci-dessus et satisfaisante pour les parties et leurs conseils juridiques ;</li> <li>• [Qualification de la Société en tant qu'entreprise innovante pour les FCPI ;]</li> <li>• Absence de tout évènement ou fait ayant ou pouvant avoir, immédiatement ou à terme, un impact négatif substantiel sur la situation d'une part des Investisseurs et d'autre part des Personnes-Clés, de la Société ou de ses Filiales, et notamment s'agissant de ces derniers sur leurs actifs, leur situation juridique, commerciale ou financière, ou sur leur capacité à poursuivre leur développement dans les termes prévus par le Business Plan ;</li> <li>• Satisfaire les diligences « Know Your Customer » ainsi que les obligations prévues dans le cadre de la réglementation de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme ;</li> <li>• Toute autre condition suspensive usuelle pour des opérations de cette nature ou de droit, telle que le cas échéant la notification de l'Investissement aux autorités en charge du contrôle des concentrations ou du contrôle des investissements étrangers et l'accord non conditionné de ces autorités.</li> </ul> <p>Ces conditions préalables sont prévues au bénéfice des Investisseurs, qui peuvent y renoncer en tout ou partie.</p> <p>En cas de retrait de l'un des Investisseurs ou de la non réalisation d'un financement prévu dans le cadre de l'investissement, les autres Investisseurs ne seront pas tenus de réaliser l'Investissement.</p>
12.3 Rédaction des documents juridiques	<p>Les Investisseurs désigneront le ou les cabinets de conseil qui les assisteront dans la réalisation des audits et la négociation de la documentation juridique. Les projets des termes et conditions des titres émis lors de l'Investissement, des statuts modifiés de la Société, du Pacte d'Actionnaires et de la convention de déclarations et garanties, notamment, seront rédigés par le conseil juridique désigné par les Investisseurs.</p>

<p>13. Droit applicable et tribunal compétent</p>	<p>Droit français et tribunaux compétents du ressort de la Cour d'Appel de [_____].</p>
<p>14. Absence d'effet obligatoire</p>	<p>Cette lettre d'intention a pour objet de présenter les principaux termes et conditions auxquels pourrait se réaliser l'Investissement envisagé par les parties. L'Investissement lui-même ne sera réalisé qu'à l'occasion et sous la condition de la réalisation des conditions préalables et de l'adoption et de la conclusion des actes et documents spécifiques préparés à cet effet, dont certains sont visés dans ce document. Cette lettre d'intention ne constitue en aucun cas à ce stade, pour aucune des parties, un engagement ferme de réaliser l'Investissement, chacune restant libre de mettre fin à tout moment au projet d'Investissement.</p> <p>Toutefois, les sections [11.2 à 11.5, 13 et 14] (Exclusivité, Frais, Confidentialité et information, Droit applicable et tribunal compétent, Absence d'effet obligatoire) de cette lettre d'intention instaurent à la charge de certaines des parties certaines obligations, que les parties concernées s'engagent à exécuter et qui ne peuvent être résiliées ou modifiées qu'avec l'accord de toutes les parties.</p>
<p>15. Signature de la lettre d'intention/Entrée en vigueur</p>	<p>Dans le cas où cette lettre d'intention ne serait pas contresignée pour accord par chacune des parties désignées ci-dessous, et retournée aux Investisseurs, au plus tard le [_____], cette lettre d'intention n'entrerait pas en vigueur et aucune de ses stipulations ne lierait les parties l'ayant signé.</p>

*[Note : faire signer la lettre d'intention par la Société et par ses principaux actionnaires, dont le consentement est nécessaire pour réaliser l'Investissement]*

<p>Date :</p>	<p>Date :</p>
<p>[Investisseur 1]</p> <p><b>Pour accord :</b> date</p>	<p>[Investisseur 2]</p> <p><b>Pour accord :</b> date</p>
<p>[Société]</p> <p>date</p>	<p>[Fondateur 1]</p> <p>date</p>
<p>[Fondateur 2]</p>	<p>[Investisseur Existant]</p>



# LISTE DES ANNEXES

---

**Annexe A : [Résumé du Business Plan]**

---

---

**Annexe B : [Table de Capitalisation / Financements / Exemples d'ajustement (Ratchet, Liquidation préférentielle)]**

---

---

**Annexe C : [États financiers]**

---

---

**Annexe D : Décisions importantes**

---

---

**Annexe E : Information des Investisseurs**

---

---

**Annexe F : Encadrement des cessions d'Actions**

---

# ANNEXE (D)

## Décisions importantes

Décisions importantes soumises au [Conseil d'administration/Conseil de surveillance/Autre Comité à désigner dans les statuts]

---

*[Note : Liste à adapter en cas de Conseil de surveillance et en fonction de l'activité de la Société. Il est recommandé de ne pas fixer de seuils trop bas par rapport aux besoins de l'activité, afin de ne pas créer un besoin permanent d'autorisation (voir le CHAPITRE du Guide consacré à la Gouvernance)]*

1. Définition et modifications du budget annuel ; autorisation de tout engagement supérieur, en une ou plusieurs fois, à [\_\_\_] € ou à [\_\_\_] % du budget annuel et de tout investissement d'un montant unitaire supérieur à [\_\_\_] € ; [tout dépassement du budget annuel ;]
2. Modification de l'orientation des activités de la Société ;
3. Mise en place de tous prêts ou emprunts (y compris obligataires), facilités de crédit et, plus généralement engagements ou cautionnement, aval ou garantie d'un montant respectif supérieur à [\_\_\_] € ou conduisant à un montant d'engagement supérieur à [\_\_\_] € ; signature de contrats de crédit-bail ; octroi de toutes sûretés sur des actifs de la Société ou des Filiales ;
4. Cession ou transfert d'éléments d'actif significatifs, en particulier [droits de propriété intellectuelle et résultats de R&D] ainsi que toute licence en dehors de celles consenties aux clients de la Société dans le cours normal de l'activité ;
5. Accord de partenariat avec une société industrielle du même secteur d'activité que celui de la Société et sortant du cours normal des affaires ;
6. Constitution, dissolution, fusion ou réorganisation de Filiales, prise et cession de participations, ouverture et fermeture de bureaux, succursales, établissements ;
7. Toute émission de valeurs mobilières donnant droit, immédiatement ou à terme, à une quotité du capital ou des droits de vote de la Société ou des Filiales, et notamment tout plan d'intéressement des salariés, l'approbation du règlement de ce plan et l'attribution de ces options ou bons à leurs bénéficiaires ;
8. Toute décision ou proposition de distribution de dividendes (y compris les acomptes sur dividendes) ou d'affectation de réserves (y compris toutes primes d'émission), toute décision ou proposition relative à la composition du capital ;
9. Fusion, scission, restructuration, dissolution, liquidation, apport partiel d'actifs, mise en location gérance ou cession d'un fonds de commerce, transfert d'actifs essentiels, tant pour ce qui concerne la Société que les Filiales ;
10. Décision de levée de fonds (y compris par toute Initial Coin Offering), de cession de la Société ou de ses principaux actifs, et/ou d'admission des titres de la Société ou d'une Filiale à la cotation sur un marché réglementé ou une bourse de valeurs, ainsi que décision de confier tout mandat ou mission en vue de réaliser de telles opérations ;
11. Recrutement, rémunération, modification et fin du contrat de travail des personnes-clés (telles qu'elles seront définies) de la Société et des Filiales ; nomination, rémunération et révocation de tout mandataire social de la Société et des Filiales ;
12. Conclusion de toutes conventions avec un dirigeant ou un actionnaire de la Société, directement ou indirectement ;
13. Décision visant à engager une procédure judiciaire ou tout litige de quelle que nature que ce soit engageant financièrement l'entreprise.

# ANNEXE (E)

## Informations des Investisseurs

[Liste à adapter en fonction de l'activité de la Société]

### 1. Informations à communiquer par la Société

Informations à communiquer <sup>16</sup>	Annuellement	Semestriellement	Trimestriellement	Mensuellement	A tout moment
Budget prévisionnel annuel de l'exercice suivant et plan de financement correspondant	un 1 mois au moins avant la clôture de l'exercice social précédent				
Comptes sociaux définitifs, la liasse fiscale et, le cas échéant, comptes consolidés définitifs annuels, accompagnés des rapports des commissaires aux comptes	au plus tard 3 mois après la clôture de l'exercice				
Situation semestrielle et, le cas échéant, situation semestrielle consolidée, non certifiées		au plus tard 90 jours après la fin du premier semestre			
[(i) bilan et compte de résultats trimestriels], (ii) prévisionnel sur l'exercice en cours incluant les revenus, les charges et la trésorerie, (iii) compte d'exploitation trimestriel comparé au budget avec une analyse des principaux écarts, (iv) prévisionnel de l'activité sous forme d'un tableau de suivi du programme de développement technique et commercial ainsi que (v) état des commandes fermes			au plus tard 30 jours après la fin de chaque trimestre		
(i) principaux indicateurs de l'activité rapportés au budget et ce, sous forme de tableau de bord incluant, notamment mais non exclusivement, la situation de trésorerie et d'endettement, le chiffre d'affaires, les charges, le niveau des stocks/en-cours de production, un tableau des effectifs et des salaires, (ii) plan de trésorerie glissant sur 12 mois, (iii) compte-rendu d'activités commentant les écarts par rapport au budget et détaillant les principaux événements financiers et les faits marquants de la période concernée [ainsi que (iv) compte de résultats simplifié, (ii)]				au plus tard 15 jours après la fin du mois concerné	
Table de capitalisation actualisée					après chaque opération sur le capital et chaque année, au plus tard 20 jours après la clôture de l'exercice écoulé
Toute information utile concernant tout événement, interne ou externe à la Société ou aux filiales, portant ou pouvant à terme porter atteinte à la situation financière, commerciale, ou juridique et, plus généralement, à la continuité de l'exploitation ou la pérennité de la Société ou des filiales					dans un délai raisonnable à compter de la date à laquelle la Société en aura connaissance.

<sup>16</sup> Tant pour ce qui concerne la Société que, le cas échéant, pour ses filiales

## 2. Droit d'audit des Investisseurs

En outre, les Investisseurs pourront, à leur initiative et à leur discrétion, déclencher tout audit (financier ou autre) visant à établir la situation réelle de la Société. Les frais correspondants seront à la charge de la Société [dans la limite d'un budget annuel de [\_\_\_\_] €]. Ces droits porteront tant sur la Société que sur ses filiales. La Société recevra en principe les résultats de l'audit, sous réserve des cas où les Investisseurs prendront en charge les frais d'audit.



# ANNEXE (F)

## ENCADREMENT DES CESSIONS D'ACTIONNAIRES

1. Clause d'inaccessibilité des Titres des Fondateurs pendant une période de [\_\_\_\_] mois, sauf agrément des Investisseurs (à la majorité [des 2/3]/[des 3/4] des titres détenus par les Investisseurs), [et sous réserve des cas de « respiration » permettant aux Fondateurs de céder au maximum [\_\_\_\_] % des titres qu'ils détiennent pendant cette période] [ ; à l'issue de la période d'inaccessibilité, droit de sortie des Investisseurs en cas de cession de leurs Titres par les Fondateurs].
2. Droit de préemption : les actionnaires pourront préempter les Titres faisant l'objet d'un projet de transfert (sous réserve de cas de transferts libres pour les transferts par un Investisseur à définir dans le Pacte), avec un droit de priorité [pour les Investisseurs] / [par groupe (Fondateurs et Investisseurs)].
3. Droit de sortie proportionnel des Investisseurs en cas de cession [par les Fondateurs] d'une partie de leur participation ;
4. Droit de sortie totale des Investisseurs dans le cas où les Fondateurs céderaient plus de [\_\_\_\_] % de leur participation ou en cas d'entrée dans le capital d'un tiers industriel non approuvée par les Investisseurs ; Droit de sortie totale [des Investisseurs / de tous les actionnaires] en cas de changement de contrôle.
5. Cession forcée des Titres (« *drag along* ») dans le cas :
  - d'une offre de rachat de [100]% des Titres acceptée par des [actionnaires détenant plus [des 2/3/de 75 %/de [\_\_\_\_]%] du capital] / [des Investisseurs détenant plus de [des 2/3/de 75 %/de [\_\_\_\_]%] des actions détenues par les Investisseurs].
  - d'une offre de rachat de 100% des Titres présentée par un actionnaire détenant plus de [90/95] % du capital et des droits de vote, à des conditions de prix à préciser dans le Pacte.]

**[Note : les % sont à adapter en fonction des objectifs de liquidité des investisseurs, et peuvent varier dans le temps]**

6. Recherche d'une solution de liquidité pour tous les actionnaires, par cession ou introduction en bourse, [\_\_\_\_] ans après la Date de Réalisation. A compter de cette date, clause de liquidité permettant, si les Investisseurs le demandent (à la majorité [des 2/3] / [des 3/4] des titres détenus par les Investisseurs), de donner un mandat de vente sur tout ou partie du capital de la Société comportant une solution de liquidité acceptable pour les Investisseurs.
7. Cession forcée des Titres : en cas (a) de démission d'un Fondateur, (b) de révocation ou de licenciement d'un Fondateur en particulier pour faute grave ou lourde, (c) de non-respect des obligations du pacte, notamment de non concurrence, d'un Fondateur, ou (d) d'autres cas de cessation de fonctions, à préciser dans le cadre de la négociation de la documentation contractuelle, le Fondateur concerné sera tenu de céder ses Titres aux [Investisseurs] / [autres actionnaires] si tout ou partie des Investisseurs en font la demande. Les Titres seront cédés à un prix égal [à leur valeur nominale] / [à leur prix d'acquisition ou de souscription].

**[Note : les effets de cette clause peuvent, en fonction des caractéristiques particulières de chaque opération (notamment ancienneté de l'implication des Fondateurs, nombre de tours déjà intervenus, etc.) être atténués (au cas par cas) dans les hypothèses autres que celles qui sont les plus dommageables pour la société (« *good leaver* / *bad leaver* ») (i) en prévoyant un prix supposé refléter la valeur réelle des titres (e.g. par rapport à la situation nette par action du dernier exercice clos ou au prix de la dernière opération sur capital, et éventuellement affecté d'une décote) ou (ii) en prévoyant qu'après l'expiration d'un certain délai (minimum un an), une quote-part croissante des Titres du Fondateur ne sera plus soumise à l'obligation de cession (« *vesting* »). Toutes ces clauses doivent être rédigées avec soin pour tenir compte du statut du Fondateur (salarié, dirigeant)]**

8. Clause anti-dilution et clause de priorité sur les financements futurs, donnant à chaque Investisseur (sans obligation de sa part) le droit de participer à toute nouvelle opération sur le capital, à hauteur de sa quote-part du capital [ainsi que le droit d'apporter à la Société, de façon prioritaire par rapport à tout tiers, tout financement en fonds propres ou par emprunt].
9. [En cas de cession de Titres de la Société par des Fondateurs et par des Investisseurs, et notamment en cas d'exercice du droit de sortie ou de cession forcée, (a) la répartition du prix se fera sur les mêmes bases pour tous les actionnaires, sous réserve des droits particuliers et des priorités des Investisseurs définis au § 6 ci-dessus, et (b) les Investisseurs seront dispensés de consentir tout engagement hors-bilan, et notamment toute garantie d'actif et de passif sur la Société.]

Afin de donner effet à ces engagements et à ceux décrits par ailleurs dans cette lettre, à la Date de Réalisation, [les statuts de la Société seront modifiés pour inclure les clauses nécessaires et] un pacte d'actionnaires (le « Pacte d'Actionnaires ») sera conclu entre les Fondateurs [, les Investisseurs Existants] et les Investisseurs comprenant les clauses nécessaires (étant précisé que certains des droits des Investisseurs pourront être insérés dans les statuts de la Société). Tout pacte ou convention existant entre les actionnaires de la Société sera résilié et remplacé par le Pacte d'Actionnaires.

Le **Pacte d'Actionnaires** prévoira des clauses usuelles en matière de lutte anti-blanchiment, anticorruption, ainsi qu'en matière environnementale, sociétale et de gouvernance (ESG).

Les actionnaires autres que les Fondateurs et les Investisseurs, ainsi que les titulaires de BSPCE et généralement de valeurs mobilières donnant accès au capital (les « **Autres Actionnaires** ») devront adhérer au Pacte d'Actionnaires.

*[Solution alternative :* Les actionnaires autres que les Fondateurs et les Investisseurs, ainsi que les titulaires de BSPCE et généralement de valeurs mobilières donnant accès au capital (les « Autres Actionnaires ») devront signer avec les Fondateurs et les Investisseurs une convention particulière prévoyant notamment (i) un droit de préemption en cas de cession des actions de ces Autres Actionnaires, au profit des Fondateurs et des Investisseurs, (ii) une clause de « drag along » par laquelle ces Autres Actionnaires s'engagent à vendre leurs actions selon un mécanisme similaire à celui décrit au paragraphe 4 ci-dessus, [(iii) un droit de sortie conjointe des Autres Actionnaires] [et (iv) une clause de répartition préférentielle du prix de cession ou de fusion ou du produit d'une liquidation, au bénéfice des Investisseurs, dans les conditions décrites ci-dessus]].

## Ratchet par conversion d'actions de préférence - Calculs

		full ratchet ptp		50%
		conversion actions de préférence avec pay-to-play		
séquence	formules	calcul	nb actions arrondis	
<b>1<sup>er</sup> tour</b>				
a	Valeur premoney 1 <sup>er</sup> tour	hypothèse	4 000 000 €	4 000 000 €
b	nb actions fondateurs	hypothèse	4 000	4 000
c	AK 1, Investisseurs Historiques (IH)	hypothèse	2 000 000 €	2 000 000 €
d	% IH dans capital	$c/g$	33,3%	33,3%
e	nb actions IH	$b*c/a$	2 000	2 000
f	prix de souscription IH	$c/e$	1 000 €	1 000 €
g	Valeur postmoney 1 <sup>er</sup> tour	$a+c$	6 000 000 €	6 000 000 €
<b>2<sup>e</sup> tour</b>				
Valeur premoney 2 <sup>e</sup> tour				
h	décote sur postmoney 1 <sup>er</sup> tour	hypothèse	50%	50%
i	montant	$h*g$	3 000 000 €	3 000 000 €
j	AK 2, Nouveaux Investisseurs (NI)	hypothèse	1 500 000 €	1 500 000 €
Dont, part des IH				
k	leur % 2 <sup>e</sup> tour/leur % capital	hypothèse	50%	50%
l	montant	$k*d*j$	250 000 €	250 000 €
m	% capital postmoney demandé par NI	$j*(j+i)$	33,3%	33,3%
n	Prix de souscription des NI	<b>entrée itération</b>	<b>400,00 €</b>	400,00 €
o	nb actions NI	$i/n$	3 750,00	3 750
p	Prix moyen pondéré de référence	$(c+j)/(e+o)$	N/A	N/A
q	taux conversion actions de préférence IH	$1+((f-n)/n)*k$	1,750	
r	nb actions créées pour IH	$e*(q-1)$	1 500,00	1 500
s	nb total actions après ratchet	$b+e+o+r$	11 250,00	11 250
t	ctrl: % des NI dans capital post 2 <sup>e</sup> tour	<b>calage itération : <math>o/s = m</math></b>	<b>33,333%</b>	<b>33,333%</b>
u	perte de valeur pour IH (nette après ratchet)	$((e+r)/s)*(i+j) - c$	-600 000 €	-600 000 €
v	contrôle: souscription par NI: total AK 2	<b>contrôle : <math>n*o = j</math></b>	<b>1 500 000,00 €</b>	<b>1 500 000,00 €</b>
Dont, souscription par IH dans AK 2				
w	nombre d'actions	$o*d*k$	625,00	625
x	contrôle : montant	<b>contrôle : <math>w*n = l</math></b>	<b>250 000,00 €</b>	<b>250 000,00 €</b>
y	effet du ratchet (réduction de la perte)	$c*(1-k) + u$	400 000 €	400 000 €
z	prix moyen des nouvelles actions pour IH	$x/(r+w)$	117,65 €	117,65 €
aa	effet relatif pour IH de part dans AK2 + ratchet	$(w+r+e)/r - (d*i)/(i+j)$		14,4%

### Comment utiliser cette fiche pour programmer et effectuer les calculs sur Excel

1 saisir les données spécifiques du cas dans les cellules «hypothèses» (colonne calcul)

2 programmer les cellules «colonne calcul» selon indications en «formules» (ref aux lignes en 1<sup>re</sup> colonne)

3 saisir une 1<sup>re</sup> valeur approchée dans la cellule «entrée itération» dans «colonne calcul»

4 modifier cette valeur jusqu'à ce que la valeur cellule «calage itération» coïncide avec l'hypothèse

5 vérifier la programmation par la cellule contrôle lignes v et x

6 arrondir le nb d'actions en vérifiant le respect (approché) des hypothèses (colonne «arrondi»)

## Ratchet par conversion d'actions de préférence - Calculs

		full ratchet	
		plafonné à 33,33%	
séquence	formules	calcul	nb actions arrondis
<b>1<sup>er</sup> tour</b>			
<b>a</b>	Valeur premoney 1 <sup>er</sup> tour	<i>hypothèse</i>	4 000 000 €
<b>b</b>	nb actions fondateurs	<i>hypothèse</i>	4 000
<b>c</b>	AK 1, Investisseurs Historiques (IH)	<i>hypothèse</i>	2 000 000 €
<b>d</b>	% IH dans capital	$c/g$	33,3%
<b>e</b>	nb actions IH	$b*c/a$	2 000
<b>f</b>	prix de souscription IH	$c/e$	1 000 €
<b>g</b>	Valeur postmoney 1 <sup>er</sup> tour	$a+c$	6 000 000 €
<b>2<sup>e</sup> tour</b>			
Valeur premoney 2 <sup>e</sup> tour			
<b>h</b>	décote sur postmoney 1 <sup>er</sup> tour	<i>hypothèse</i>	50%
<b>i</b>	montant	$h*g$	3 000 000 €
<b>i.1</b>	Plafonnement de la perte compensée	<i>selon accord, en % valeur initiale</i>	33,33%
<b>j</b>	AK 2, Nouveaux Investisseurs (NI)	<i>hypothèse</i>	1 500 000 €
<b>m</b>	% capital postmoney demandé par NI	$j*(j+i)$	33,3%
<b>n</b>	Prix de souscription des NI	$j/o$	333,33 €
<b>o</b>	nb actions NI	$j/(f*h)+r/((1-m)/m)$	4 500,00
<b>r</b>	nb actions créées pour IH	<b>entrée itération</b>	<b>3 000,00</b>
<b>s</b>	nb total actions après ratchet	$b+e+o+r$	13 500
<b>t</b>	ctrl: % des NI dans capital post 2 <sup>e</sup> tour	<b>contrôle: <math>o/s = m</math></b>	<b>33,333%</b>
<b>u</b>	perte de valeur pour IH (nette après ratchet)	$((e+r)/s)*(i+j) - c$	-333 333 €
<b>v</b>	contrôle: souscription par NI: total AK 2	<b>contrôle <math>n*o = j</math></b>	<b>1 500 000,00 €</b>
<b>y</b>	effet du ratchet (réduction de la perte)	$c*(1-h)+u$	666 667 €
	taux de plafonnement de la compensation	calage itération $y/c = i.1$	33,33%
<b>aa</b>	effet relatif pour IH de part dans AK2 + ratchet	$(w+r+e)/r-(d*i)/(i+j)$	14,8%

### Comment utiliser cette fiche pour programmer et effectuer les calculs sur Excel

1 saisir les données spécifiques du cas dans les cellules «hypothèses» (colonne calcul)

2 programmer les cellules «colonne calcul» selon les indications en «formules» (ref aux lignes en 1<sup>re</sup> colonne)

3 saisir une 1<sup>re</sup> valeur approchée dans la cellule «entrée itération» dans «colonne calcul»

4 modifier cette valeur jusqu'à ce que la valeur cellule «calage itération» coïncide avec l'hypothèse

5 vérifier la programmation par la cellule contrôle lignes t

6 arrondir le nb d'actions en vérifiant le respect (approché) des hypothèses (colonne «arrondi»)

## Ratchet par conversion d'actions de préférence - Calculs

		Weighted average avec pay-to-play		100,0%
		conversion actions de préférence avec pay-to-play		
	séquence	formules	calcul	nb actions arrondis
<b>1<sup>er</sup> tour</b>				
<b>a</b>	Valeur premoney 1 <sup>er</sup> tour	hypothèse	4 000 000 €	4 000 000 €
<b>b</b>	nb actions fondateurs	hypothèse	4 000	4 000
<b>c</b>	AK 1, Investisseurs Historiques (IH)	hypothèse	2 000 000 €	2 000 000 €
<b>d</b>	% IH dans capital	$c/g$	33,3%	33,3%
<b>e</b>	nb actions IH	$b*c/a$	2 000	2 000
<b>f</b>	prix de souscription IH	$c/e$	1 000 €	1 000 €
<b>g</b>	Valeur postmoney 1 <sup>er</sup> tour	$a+c$	6 000 000 €	6 000 000 €
<b>2<sup>e</sup> tour</b>				
	Valeur premoney 2 <sup>e</sup> tour			
<b>h</b>	décote sur postmoney 1 <sup>er</sup> tour	hypothèse	50%	50%
<b>i</b>	montant	$h*g$	3 000 000 €	3 000 000 €
<b>j</b>	AK 2, Nouveaux Investisseurs (NI)	hypothèse	1 500 000 €	1 500 000 €
	Dont, part des IH			
<b>k</b>	leur % 2 <sup>e</sup> tour/leur % capital	hypothèse	100,0%	100,0%
<b>l</b>	montant	$k*d*j$	500 000 €	500 000 €
<b>m</b>	% capital postmoney demandé par NI	$j*(j+i)$	33,3%	33,3%
<b>n</b>	Prix de souscription des NI	<b>entrée itération</b>	<b>416,68 €</b>	416,68 €
<b>o</b>	nb actions NI	$i/n$	3 599,88	3 600
<b>p</b>	Prix moyen pondéré de référence	$(c+j)/(e+o)$	625,01 €	625,00 €
<b>q</b>	taux conversion actions de préférence IH	$1+((f-n)/n)*k$	1,600	
<b>r</b>	nb actions créées pour IH	$e*(q-1)$	1 199,93	1 200
<b>s</b>	nb total actions après ratchet	$b+e+o+r$	10 799,82	10 800
<b>t</b>	ctrl: % des NI dans capital post 2 <sup>e</sup> tour	<b>calage itération : <math>o/s = m</math></b>	<b>33,333%</b>	<b>33,333%</b>
<b>u</b>	perte de valeur pour IH (nette après ratchet)	$((e+r)/s)*(i+j) - c$	-666 672 €	-666 667 €
<b>v</b>	contrôle: souscription par NI: total AK 2	<b>contrôle : <math>n*o = j</math></b>	<b>1 500 000,00 €</b>	<b>1 500 048,00 €</b>
	Dont, souscription par IH dans AK 2			
<b>w</b>	nombre d'actions	$o*d*k$	1 199,96	1 200
<b>x</b>	contrôle : montant	contrôle : $w*n = l$	500 000,00 €	500 016,00 €
<b>y</b>	effet du ratchet (réduction de la perte)	$c*(1-k) + u$	333 328 €	333 333 €
<b>z</b>	prix moyen des nouvelles actions pour IH	$x/(r+w)$	208,34 €	208,34 €
<b>aa</b>	effet relatif pour IH de part dans AK2 + ratchet	$(w+r+e)/r - (d*i)/(i+j)$		18,5%

### Comment utiliser cette fiche pour programmer et effectuer les calculs sur Excel

1 saisir les données spécifiques du cas dans les cellules «hypothèses» (colonne calcul)

2 programmer les cellules «colonne calcul» selon les indications en «formules» (ref aux lignes en 1<sup>re</sup> colonne)

3 saisir une 1<sup>re</sup> valeur approchée dans la cellule «entrée itération» dans «colonne calcul»

4 modifier cette valeur jusqu'à ce que la valeur cellule «calage itération» coïncide avec l'hypothèse

5 vérifier la programmation par la cellule contrôle lignes t

6 arrondir le nb d'actions en vérifiant le respect (approché) des hypothèses (colonne «arrondi»)

## Ratchet par conversion d'actions de préférence - Calculs

		Weighted average sans pay-to-play		
		conversion actions de préférence		
	séquence	formules	calcul	nb actions arrondis
<b>1<sup>er</sup> tour</b>				
<b>a</b>	Valeur premoney 1 <sup>er</sup> tour	<i>hypothèse</i>	4 000 000 €	4 000 000 €
<b>b</b>	nb actions fondateurs	<i>hypothèse</i>	4 000	4 000
<b>c</b>	AK 1, Investisseurs Historiques (IH)	<i>hypothèse</i>	2 000 000 €	2 000 000 €
<b>d</b>	% IH dans capital	$c/g$	33,3%	33,3%
<b>e</b>	nb actions IH	$b*c/a$	2 000	2 000
<b>f</b>	prix de souscription IH	$c/e$	1 000 €	1 000 €
<b>g</b>	Valeur postmoney 1 <sup>er</sup> tour	$a+c$	6 000 000 €	6 000 000 €
<b>2<sup>e</sup> tour</b>				
	Valeur premoney 2 <sup>e</sup> tour			
<b>h</b>	décote sur postmoney 1 <sup>er</sup> tour	<i>hypothèse</i>	50%	50%
<b>i</b>	montant	$h*g$	3 000 000 €	3 000 000 €
<b>j</b>	AK 2, Nouveaux Investisseurs (NI)	<i>hypothèse</i>	1 500 000 €	1 500 000 €
<b>m</b>	% capital postmoney demandé par NI	$j*(j+i)$	33,3%	33,3%
<b>n</b>	Prix de souscription des NI	<b>entrée itération</b>	<b>416,67 €</b>	416,67 €
<b>o</b>	nb actions NI	$i/n$	3 599,97	3 600
<b>p</b>	Prix moyen pondéré de référence	$(c+j)/(e+o)$	625,00 €	625,00 €
<b>q</b>	taux conversion actions de préférence IH	$1+((f-n)/n)$	1,6000	
<b>r</b>	nb actions créées pour IH	$e*(q-1)$	1 199,98	1 200
<b>s</b>	nb total actions après ratchet	$b+e+o+r$	10 799,95	10 800
<b>t</b>	ctrl: % des NI dans capital post 2 <sup>e</sup> tour	<b>calage itération : <math>o/s = m</math></b>	<b>33,333%</b>	<b>33,333%</b>
<b>u</b>	perte de valeur pour IH (nette après ratchet)	$((e+r)/s)*(i+j) - c$	-666 668 €	-666 667 €
<b>v</b>	contrôle : souscription par NI: total AK 2	<b>contrôle : <math>n*o = j</math></b>	<b>1 500 000,00 €</b>	<b>1 500 012,00 €</b>
<b>y</b>	effet du ratchet (réduction de la perte)	$c*(1-k) + u$	333 332 €	333 333 €
<b>aa</b>	effet relatif pour IH de part dans AK2 + ratchet	$(w+r+e)/r - (d*i)/(i+j)$		7,4%

### Comment utiliser cette fiche pour programmer et effectuer les calculs sur Excel

1 saisir les données spécifiques du cas dans les cellules «hypothèses» (colonne calcul)

2 programmer les cellules «colonne calcul» selon les indications en «formules» (ref aux lignes en 1<sup>er</sup> colonne)

3 saisir une 1<sup>er</sup> valeur approchée dans la cellule «entrée itération» dans «colonne calcul»

4 modifier cette valeur jusqu'à ce que la valeur cellule «calage itération» coïncide avec l'hypothèse

5 vérifier la programmation par la cellule contrôle lignes t

6 arrondir le nb d'actions en vérifiant le respect (approché) des hypothèses (colonne «arrondi»)



# GLOSSAIRE

# A

## Actions à bon de souscription d'actions (ABSA)

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

## Accelerated Book Building (ABB)

Termes anglo-saxons désignant une procédure de constitution de livre d'ordres accélérée, s'étalant généralement sur quelques heures ou quelques jours, avec peu ou pas de moyens de promotion.

## Accord de confidentialité

En anglais : *Non Disclosure Agreement (NDA)*.

Accord par lequel une partie s'engage à ne pas divulguer les informations confidentielles qui lui sont transmises par une autre partie.

## Actions gratuites

Mécanisme d'intéressement des dirigeants et salariés consistant à leur attribuer gratuitement des actions de la société, tout en bénéficiant d'un régime fiscal favorable, sous réserve de respecter une durée d'acquisition d'au moins un an et d'une durée de détention d'au moins un an (2 ans au total).

Voir *Plan d'intéressement*

## Actions de préférence

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

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

Voir *Répartition préférentielle*

## Actions ordinaires

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

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

## Actions remboursables

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

## Actionnaire - Associé

Titulaire d'actions émises par une société. Appelés actionnaires dans les sociétés anonymes (SA) et associés dans les sociétés par actions simplifiées (SAS). Disposent de différents droits : droit à l'information, droit de vote, droit préférentiel de souscription, droits financiers, etc., qui sont définis par la loi, les statuts et les pactes d'actionnaires.

## Administrateur indépendant

Pour garantir l'indépendance du conseil d'administration ou de surveillance, les codes de gouvernance d'entreprises préconisent la présence d'administrateurs indépendants en leur sein.

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

## AGE

Assemblée générale extraordinaire, voir assemblée générale.

**AGO**

Assemblée générale ordinaire, voir assemblée générale

**Agrément**

Clause des statuts soumettant la cession d'actions à une autorisation préalable du Conseil d'administration ou tout autre organe désigné par les statuts (SAS).

La suppression de cette clause est fréquemment demandée par les investisseurs en Capital-innovation

**Ajustement du prix**

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

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

*Cf. Lettre d'intention type § 7*

*Cf. Guide CHAPITRE 3.2*

*Voir Ratchet*

**Alternext**

*Voir Euronext Growth*

**AMF**

*Voir Autorité des marchés financiers*

**Amorçage**

En anglais : *Seed money*

*Voir Capital-innovation*

**Anti-corruption**

La lutte anti-corruption est un des volets de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (loi Sapin 2). La corruption est une infraction pénale visant le comportement par lequel sont sollicités, acceptés, reçus des offres, promesses, dons ou présents proposés à des fins d'accomplissement ou d'abstention d'un acte, d'obtention de faveurs ou d'avantages particuliers.

La corruption active et la corruption passive sont deux infractions complémentaires mais autonomes. Les agissements du corrupteur (corruption active) et ceux du corrompu (corruption passive) peuvent être poursuivis et jugés séparément et la répression de l'un n'est nullement subordonnée à la sanction de l'autre.

La loi Sapin 2 a instauré une agence anti-corruption qui est un service à compétence nationale, placé auprès du ministre de la Justice et du ministre chargé du Budget, ayant pour mission d'aider les autorités compétentes et les personnes qui y sont confrontées à prévenir et à détecter les faits de corruption, de trafic d'influence, de concussion, de prise légale d'intérêt, de détournement de fonds publics et de favoritisme.

**Anti-dilution**

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

*Cf. Lettre d'intention type Annexe F § 8*

**Arbitrage**

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

*Voir Tribunal compétent.*

**Assemblée générale**

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

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

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

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

*Cf. Guide CHAPITRE 2.3.2*



### Assemblée spéciale

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

### Assurance Personnes-Clés

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

Cf. Lettre d'intention type § 8.6

### Assurance responsabilité civile dirigeants

Contrat d'assurance couvrant, au moins partiellement, la responsabilité des dirigeants et des mandataires sociaux d'une société dans leurs actes de gestion.

Cf. Lettre d'intention type § 8.6  
Cf. Guide CHAPITRE 2.4.5

### Audit

Terme générique concernant des vérifications demandées par les investisseurs après la signature de la lettre d'intention et avant la réalisation de l'investissement, pendant la vie de participation ou par les candidats acquéreurs à l'occasion d'une cession. Ces audits sont le plus souvent réalisés par des experts extérieurs proposés par les investisseurs. Ces vérifications peuvent porter selon l'état d'avancement de la société et son activité sur des points très variés : comptes passés établis à une date rapprochée, situation sociale, fiscale et juridique de l'entreprise, mais aussi parfois comptes et documents prévisionnels. Enfin, selon le contexte de l'entreprise, des audits pourront être effectués sur les métiers, sur la technologie, sur l'environnement, sur la propriété intellectuelle, sur les ressources humaines, sur le commercial, ou tout autre sujet étude et analyse souhaité au cas par cas.

Cf. Guide CHAPITRES 1.4.2 et 2.3.1

### Augmentation de capital

Une augmentation de capital est une opération qui consiste à apporter des ressources nouvelles (en argent ou en nature) à une société. Ces apports sont rémunérés par l'émission d'actions nouvelles. Cela correspond à une augmentation des capitaux propres, donc de la valeur intrinsèque de l'entreprise.

On peut par ailleurs augmenter le capital en y incorporant des ressources existantes (primes d'émission, réserves).

Voir *Capital – Capitaux propres*.

### Autorité des Marchés Financiers (AMF)

Autorité administrative indépendante qui veille à renforcer l'efficacité et la transparence de la place financière française et à assurer la protection des épargnants. L'AMF est issue de la fusion en 2003 de la Commission des opérations de bourse (COB), du Conseil des marchés financiers (CMF) et du Conseil de discipline de gestion financière (CDGF).

Voir *AMF*

### Autorisation préalable (ou approbation préalable)

Clause des statuts ou du pacte d'actionnaires soumettant certaines décisions importantes à l'autorisation d'un organe (selon le cas, le conseil d'administration, le conseil de surveillance ou l'assemblée générale des actionnaires ou comité ad hoc).

Il s'agit de soumettre à une autorisation les décisions stratégiques et spécialement les engagements ou les modifications sortant du cours normal des affaires.

Pour renforcer l'effet de ces clauses, il peut être prévu que la majorité devant autoriser ces opérations extraordinaires sera une majorité renforcée, voire que certaines parties disposeront d'un droit de veto.

Cf. Lettre d'intention type § 8.4 et *Annexe D*

Cf. Guide CHAPITRES 2.4.1 et 2.4.6

### Avantages particuliers

Droits particuliers consentis à un actionnaire. Sous certaines conditions prévues par le Code de commerce, la création de ces avantages particuliers doit faire l'objet d'un rapport d'un commissaire aux avantages particuliers, nommé spécialement pour cette mission. Ce rapport doit décrire et évaluer les avantages. Il est présenté à l'AGE qui vote sur la création des avantages, puis ces avantages sont inscrits dans les statuts.

### Avenant

Convention venant modifier une convention déjà conclue. L'avenant doit être signé par les parties ayant conclu l'accord initial.

## B

### Bad leaver

Littéralement « mauvais partant »  
Voir *Départ des fondateurs*.

### Binding/ non binding

Voir *Effet obligatoire*

### Bons de souscription d'actions (BSA)

Titre financier permettant de souscrire pendant une période donnée, dans une proportion et à un prix fixés à l'avance ou déterminables, à une ou plusieurs actions nouvelles.

Le BSA peut être émis seul (bon « sec » ou autonome), ou être attaché à une action (ABSA) ou à une obligation (OBSA). Les BSA entrent dans la catégorie des titres financiers donnant accès au capital. En capital-innovation, ils sont utilisés notamment pour les financements par tranches ou pour les ajustements de prix.

### Bons de souscription de parts de créateur d'entreprise ou BSPCE

Droit d'accès au capital réservé aux salariés ou dirigeants de jeunes sociétés, bénéficiant d'un régime fiscal-social favorable et fonctionnant comme des bons de souscriptions d'actions.

Voir *BSPCE - Plan d'intéressement*.

### Brevet

Titre de propriété sur une invention délivré par une administration nationale (en France, Institut National de la Propriété Industrielle) ou supranationale, assurant à l'inventeur ou au propriétaire une protection contre toute imitation et lui réservant l'exclusivité de l'exploitation industrielle pour un territoire donné.

Voir aussi *Propriété intellectuelle*.  
Cf. *Lettre d'intention type § 8.5*

### Bridge Loan

Voir *Prêt relais*.

### BSA Milestones

Bons de souscription d'actions utilisables en fonction de l'atteinte ou de la non atteinte de certains objectifs qualitatifs ou quantitatifs (voir milestones) ; ces BSA permettent à leurs détenteurs, en fonction de l'atteinte des milestones, soit de souscrire des actions à un prix prédéfini pour une seconde tranche d'investissement (voir tranches), soit en l'absence de l'atteinte des objectifs, de souscrire des actions à un prix très faible (nominal) pour corriger le prix du tour précédent.

Cf. *Lettre d'intention type § 2*  
Cf. *Guide CHAPITRE 3.1.1*

### BSA Ratchet

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

Cf. *Guide CHAPITRE 3.2.1*

### Bulletin de souscription

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

### Burn Rate

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

### Business Angels

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

### Business Plan

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

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

Cf. *Guide CHAPITRE 1.1.1*

**Buy or sell**

Voir Liquidité.

**C****Call**

Voir Promesse de vente.

**Capital social – Capitaux propres**

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

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

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

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

**Capital Développement (Growth ou Expansion)**

L'entreprise a atteint son seuil de rentabilité et dégage des profits.

Les fonds seront employés pour augmenter ses capacités de production et sa force de vente, développer de nouveaux produits et services, financer des acquisitions et/ou accroître son fonds de roulement.

**Capital-investissement d'entreprise**

Dispositif fiscal permettant à toute entreprise, quelle que soit sa taille ou son secteur d'activité, d'investir dans la limite de 1% du total de son actif, directement par la souscription en numéraire au capital de PME innovantes soit indirectement par la souscription en numéraire de parts ou actions de FCPR, FPCI, SLP ou SCR respectant le quota d'investissement de 70% dans des PME innovantes (dont 40% de titres souscrits) en contrepartie d'un mécanisme d'amortissement sur 5 ans de ces mêmes investissements.

**Capital-innovation**

En anglais Venture Capital

L'entreprise est en phase de création ou au début de son activité.

Le financement est destiné au premier développement du produit et à sa première commercialisation.

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

- L'Amorçage : première phase du financement de la création d'entreprise, les fonds propres sont alloués à la recherche, l'évaluation et le développement d'un concept initial avant la phase de création. Cette phase concerne principalement les entreprises à fort contenu technologique.
- La Création : l'entreprise est au tout début de son activité. Le financement est destiné au démarrage de l'activité commerciale et industrielle.
- La Post-crétion : Correspond à un stade de croissance de l'activité commerciale et industrielle de l'entreprise précédent l'atteinte de la rentabilité.

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

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

**Capital Retournement (Turnaround)**

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

**Cash flow statements**

Documents financiers retraçant les flux de trésorerie positifs et négatifs, qu'ils proviennent de l'exploitation, de l'investissement ou de l'exceptionnel en vue de montrer les besoins et les ressources de financement de la société.

**Cash out**

Lors de la sortie des premiers investisseurs, ce sont les sommes perçues par des actionnaires sortants à l'occasion d'une reconfiguration actionnariale.

Voir Sortie Forcée, Sortie conjointe



**Catch up**

Voir *Rattrapage*.

**Censeur**

Observateur. Personne assistant aux réunions du conseil d'administration ou éventuellement du conseil de surveillance (ou autre comité ad hoc), sans participer au vote sur les décisions.

Cf. *Guide CHAPITRE 2.4.5*

**Cession forcée**

Voir *Sortie forcée*.

**Chef de file**

En anglais lead investor. En cas de tour de financement réunissant plusieurs investisseurs, c'est le principal interlocuteur de la société pour négocier les conditions du tour. C'est en général sur la base de la lettre d'intention qu'il a adressée à la société et que celle-ci a accepté que se déroule la négociation des documents définitifs.

Cf. *Guide CHAPITRE 1.4.1*

**Clause léonine**

Clause attribuant la totalité des profits à un associé, ou le protégeant totalement des pertes ; inversement, clause privant un associé de tout profit ou lui faisant supporter toutes les pertes.

De telles clauses sont réputées non écrites (article 1844-1 du Code civil).

Sont cependant valables les clauses qui déterminent la participation aux profits et aux pertes de manière conventionnelle, et non proportionnelle à la quote-part dans le capital (sur ce sujet, voir : Avis et recommandations n° 2 du Comité juridique de France Invest, décembre 2005).

Cf. *Guide CHAPITRE 3.3.1*

**Clause de « respiration »**

Clause permettant à son bénéficiaire de céder librement une partie limitée des titres qu'il détient. Cette clause a pour effet de limiter l'impact de la clause d'inaliénabilité que les investisseurs demandent aux fondateurs et dirigeants pour s'assurer de leur complète implication. Cet assouplissement leur permet de diversifier leur patrimoine ou de se désendetter, à condition de trouver un acquéreur.

Cf. *Lettre d'intention type Annexe F § 1*

**Closing**

Voir *Réalisation*.

Cf. *Lettre d'intention type § 12*  
Cf. *Guide CHAPITRE 1.4.4 (prise de participation) et CHAPITRE 4.2.4 (sorties)*

**Co-investissement**

Réunion de plusieurs investisseurs, sans solidarité entre eux, pour assurer la totalité de l'opération de financement projetée, parfois appelée syndication.

En général, l'un des investisseurs en est le chef de file.

Voir *Syndication*

Cf. *Guide Chapitre 1.4.1*

**Complément de prix (Earn Out)**

Complément de prix reçu par tout ou partie des vendeurs après la cession d'une société, en fonction de l'atteinte par la société, ultérieurement à ladite cession, de certains objectifs (de chiffre d'affaires, de résultats, etc.) déterminés dans le contrat de cession.

Cf. *Guide CHAPITRE 4.2.4*

**Conciliation**

Désigne un mode de règlement amiable des différends entre plusieurs parties en confiant à un tiers (le conciliateur) de proposer une solution au conflit à laquelle les parties peuvent adhérer.

**Voir Médiation**

Conditions suspensives (ou conditions préalables)

Conditions devant être réalisées pour qu'un engagement juridique prenne effet.

Pour un investissement de Capital-innovation, il s'agit notamment de la réalisation des audits préalables, de l'obtention des autorisations nécessaires, etc.

Une fois les conditions suspensives réalisées, l'engagement des parties prend effet. Si au contraire elles ne sont pas réalisées, les parties au bénéfice desquelles elles sont prévues ne sont pas tenues de réaliser l'opération.

Cf. *Lettre d'intention type § 12.2*

Cf. *Guide CHAPITRE 1.4.3*

**Conflits d'intérêts**

Les mandataires sociaux (dirigeants, membres des conseils d'administration et de surveillance) doivent représenter l'intérêt de la société et tenir compte loyalement des intérêts de toutes les parties prenantes à l'accomplissement de l'objet social.

Lorsque leur intérêt personnel est potentiellement en jeu, ils doivent, d'une part, l'indiquer et, d'autre part, s'abstenir de tout acte qui les favoriserait.

Cf. *Guide CHAPITRE 2.4.5*

### Conseil d'administration

Organe social collégial des sociétés anonymes, dont les membres sont nommés par l'assemblée générale des actionnaires.

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et peut se saisir de toute question et régler les affaires de la société (art. L. 225-35 du Code de commerce). Il nomme son président, ainsi que le directeur général et les éventuels directeurs généraux délégués, qui agissent au nom de la société et qui la représentent.

Dans les sociétés par actions simplifiées, il est possible d'organiser dans les statuts un conseil d'administration.

En capital-innovation, la composition du conseil d'administration (nombre de membres, répartition des postes), son mode de décision (autorisation préalable de certaines décisions, veto) et son fonctionnement (fréquence des réunions, convocation, quorum) sont prédéfinis dans les accords entre actionnaires (statuts ou pacte d'actionnaires).

*Cf. Lettre d'intention type § 8.1  
Cf. Guide CHAPITRE 2.4*

### Conseil de surveillance

Les sociétés anonymes peuvent être organisées soit avec un conseil d'administration, soit avec une organisation dite « duale », comprenant un directoire et un conseil de surveillance.

Le conseil de surveillance exerce le contrôle de la gestion de la société par le directoire. Il donne son autorisation préalable à certaines décisions. Il nomme et peut révoquer (si les statuts le prévoient) les membres du directoire. Les membres du conseil de surveillance sont nommés par l'assemblée générale des actionnaires.

Dans les sociétés par actions simplifiées, il est possible d'organiser dans les statuts un conseil de surveillance.

*Cf. Lettre d'intention type § 8.1  
Cf. Guide CHAPITRE 2.4.1*

### Contrat de cession

Contrat conclu entre les actionnaires vendeurs et l'acheteur en vue de l'achat du capital d'une société.

En anglais, Share Purchase Agreement ou SPA.

*Cf. Guide CHAPITRE 4.2.4*

### Contrôle

Le contrôle d'une société résulte de la détention d'une fraction du capital

conférant la majorité des droits de vote dans les assemblées générales d'actionnaires.

À cette définition, la loi (art. L. 233-3 du Code de commerce) ajoute d'autres situations (pouvoir de nommer ou révoquer les dirigeants, détermination en fait des décisions en assemblée), des présomptions de contrôle (détention supérieure à 40 % des droits de vote, alors qu'aucun autre associé ne détient davantage de droits de vote) et tient compte des accords entre associés leur conférant conjointement le contrôle (action de concert). Il existe d'autres définitions légales du contrôle, applicables à certaines situations. On peut aussi, dans un pacte d'actionnaires, prévoir une définition spécifique, s'appliquant à certaines clauses du pacte (par exemple, seule la détention de la majorité des droits de vote sera considérée comme un contrôle).

### Convention particulière (mini-pacte, engagement contractuel)

Le pacte d'actionnaires intéresse avant tout les principaux actionnaires d'une société (investisseurs et fondateurs).

Il peut être jugé inutile de faire participer les plus petits actionnaires à ce pacte, afin d'alléger sa négociation et sa gestion.

Cependant, pour ne pas tenir ces petits actionnaires ou les titulaires de droits d'accès au capital totalement en-dehors de l'organisation de la société, il leur sera demandé de signer un pacte simplifié par lequel ils consentent notamment un droit de préemption et adhèrent à une clause de sortie forcée et à la répartition préférentielle du prix, et peuvent se voir consentir un droit de sortie conjointe.

Complétant le pacte d'actionnaires, ces conventions permettent d'engager tous les actionnaires sur des engagements similaires.

*Cf. Lettre d'intention type Annexe F*

### Corporate Venture

Investissement direct ou indirect en fonds propres, en minoritaire, au capital des PME, dans le cadre d'une démarche stratégique de développement et d'innovation d'un grand groupe, leader dans son domaine

*Voir Capital-investissement d'entreprise  
Cf guide Chapitre 1.2.2*

### Coup d'accordéon

Opération financière en deux temps, comportant d'abord une réduction de capital partielle ou totale (mise à zéro un instant de raison), immédiatement suivie d'une augmentation de capital

(recapitalisation), le plus souvent sur une valeur décotée (down round). La réduction de capital permet l'apurement des pertes antérieures. L'augmentation de capital doit au minimum permettre de rétablir le montant du capital au montant minimal prévu par la loi. Les deux opérations sont liées et l'une conditionne l'autre. Quand un coup d'accordéon est demandé par un investisseur qui souhaite participer à une recapitalisation par un down round, il en fait une condition suspensive à son intervention.

### Crédit vendeur

Le crédit vendeur consiste à permettre à un acheteur d'acquérir une société en ne s'acquittant que d'une partie du prix, lors de la cession, le solde étant payé à terme.

### Crowdfunding

Voir *Financement participatif*

## D

### Data room

Lieu physique ou virtuel (data room électronique) de consultation des principaux documents d'information sur une société dans le cadre d'une acquisition ou d'une levée de capitaux (ou, le cas échéant, de l'exercice du droit d'audit des investisseurs).

L'accès à ces documents est strictement organisé pour assurer la traçabilité des consultations et des échanges et est soumis à des accords de confidentialité. La data room est notamment pratiquée lors d'un processus de cession afin de permettre aux candidats acquéreurs de formaliser un prix.

Cf. *Guide CHAPITRES 1.1.3, 1.4.2 et 4.2.3*

### Déclarations et Garanties

Convention conclue au bénéfice de l'acquéreur ou du souscripteur d'actions d'une société, lors de l'investissement ou à l'occasion de la cession de la participation. Elle comprend une partie déclarative et descriptive de la situation de la société (par exemple, description des litiges existants, déclaration selon laquelle les comptes sont exacts et sincères...) et une partie prévoyant l'indemnisation que recevra le bénéficiaire si les déclarations se révèlent inexactes (avec des clauses de durée, de franchise, de plafond...). Elles peuvent donner lieu à un paiement d'indemnités en numéraire et/ou en actions de la société.

En capital-innovation, ces déclarations et garanties sont usuellement consenties par les fondateurs aux nouveaux investisseurs, au moment de la souscription les faisant entrer dans le capital.

Cf. *Guide CHAPITRE 1.4.2 et 4.2.4, Lettre d'intention type § 11.1*

### Départ des fondateurs/dirigeants

La décision d'investir et les conditions de l'investissement, notamment en termes de valorisation, sont dans la plupart des cas liées à la présence des fondateurs, ou généralement des dirigeants, et à leur engagement de contribuer durablement au développement de la société en y consacrant l'exclusivité de leur activité professionnelle ; en cas de départ de fondateurs, il est prévu diverses dispositions au bénéfice de la société et/ou de (tout ou partie de) ses actionnaires, notamment l'obligation de céder les actions détenues par les fondateurs partants, à des conditions de prix déterminées ou déterminables ; ces conditions de prix peuvent varier selon que le départ s'effectue de façon amiable (« good leaver ») ou résulte d'un fait portant atteinte à la société (« bad leaver »). Le départ du (ou d'un certain nombre de fondateur(s) a généralement un effet sur les clauses de vesting et peut également déclencher une accélération des clauses de liquidité.

Cf. *Lettre d'intention type Annexe F § 7*

### Dilution

Diminution de la quote-part détenue du capital. Lorsqu'un actionnaire qui détient un certain pourcentage du capital ne participe pas à une émission d'actions au moins à hauteur de ce pourcentage, sa part dans le capital se trouve diluée.

Voir *Anti-dilution, Relution, Pleinement dilué, Non dilué.*

On parle aussi parfois de dilution en valeur, lorsque la valeur de la participation d'un actionnaire diminue du fait d'une nouvelle opération sur le capital, réalisée à un prix moins élevé que celui payé par cet actionnaire.

Voir *Ajustement du prix.*  
Cf. *Guide CHAPITRE 2.2*

## Directoire

Dans les sociétés anonymes, organe collégial gérant les affaires de la société, sous le contrôle du conseil de surveillance. Le président du directoire, et le cas échéant les directeurs généraux nommés parmi les membres du directoire, ont le pouvoir d'engager la société.

*Cf. Lettre d'intention type § 8.1  
Cf. Guide CHAPITRE 2.4.1*

## Dividendes

Distribution aux actionnaires des bénéfices (ou autres sommes distribuables) réalisés par la société.

## Double dip

*Voir Actions de préférence (mécanisme de préférence cumulatif).*

## Down Round

*Voir Tour décoté*

## Drag along

Littéralement « tirer avec ». *Voir Sortie forcée.*

## Droit de préemption

*Voir Préemption.  
Cf. Lettre d'intention type Annexe F § 2*

## Droit de sortie

Droit pour l'investisseur ou autre associé de demander la liquidité de sa participation, c'est-à-dire la possibilité de la vendre.

Classiquement, ce droit est prévu en cas de départ du (des) fondateur(s), de cession d'une majorité (ou d'une minorité de blocage) à un (nouvel) actionnaire, d'entrée d'un industriel, ou encore de détention de la participation depuis un certain délai (clause de buy or sell), etc.

*Voir aussi Sortie conjointe.  
Cf. Lettre d'intention type Annexe F § 3 et 4*

## Droit d'entraînement

*Voir Sortie forcée.  
Cf. Lettre d'intention type p. 97 § 12-6*

## Droit d'information

Voir Information des administrateurs ou des investisseurs.

*Cf. Guide CHAPITRE 2.3.1  
Cf. Lettre d'intention type Annexe D*

## Droit préférentiel de souscription (DPS)

Droit qu'ont les actionnaires d'une société de participer à toute nouvelle augmentation du capital ou émission

de valeurs mobilières donnant accès au capital (VMDAC). Les titulaires de VMDAC disposent également de la protection de leurs droits dans certaines situations décrites dans le code de commerce.

Ce droit prévu par la loi (articles L. 225-132 et s. du Code de commerce) est proportionnel à la quote-part du capital détenue (un actionnaire détenant 10% du capital peut souscrire 10% de l'augmentation de capital). Il peut être exercé pour cette quote-part (à titre irréductible), ou au-delà de celle-ci dans le cas où certains actionnaires ne participent pas (à titre réductible).

Ce type d'opération est dit « non réservé » ou ouvert aux actionnaires. Chacun peut alors exercer son DPS ou y renoncer à titre individuel, voire le transférer (sous réserve des clauses des statuts ou du pacte d'actionnaires restreignant les transferts de ces droits).

Le DPS peut également être supprimé par l'assemblée générale, qui réserve alors l'émission des nouveaux titres ou VMDAC à un ou plusieurs actionnaires ou tiers, ou à une catégorie de personnes. Ce type d'opération est dit « réservé ». En capital-innovation, comme les fondateurs n'ont souvent pas les moyens de financer le développement de la société, il est fréquent que le DPS soit supprimé au profit des nouveaux investisseurs.

Les investisseurs demandent quant à eux souvent une clause de renforcement de leur DPS, leur assurant le droit de participer aux nouveaux tours de table au prorata de leur participation ou par priorité par rapport à tous nouveaux entrants (droit de priorité sur les nouveaux financements).

*Voir Anti-dilution.*

*Cf. Lettre d'intention type Annexe F § 8  
Cf. Guide CHAPITRE 1 Introduction*

## Droit de veto

Droit permettant de bloquer la prise d'une décision.

*Voir Autorisation préalable.*

## Due Diligence

*Voir Audit.*

*Cf. Lettre d'intention type § 12.2*

## E

### Early Stage

*Voir capital-innovation*

### Earn-out

*Voir Complément de prix*

### Effet obligatoire

Les conventions obligent les parties qui les ont conclues. Cet effet obligatoire peut être écarté dans certains documents juridiques tels que les lettres d'intention, les lettres d'intérêt ou autres term sheet, qui sont des documents préparatoires définissant les étapes en vue d'arriver à la réalisation d'une transaction. Ces documents (tels que la lettre d'intention type) expriment l'intention commune des parties de consacrer les efforts nécessaires en vue de réaliser l'opération, mais celles-ci peuvent renoncer à cette réalisation sans dédit ou pénalité.

L'intention des parties quant au caractère liant ou non liant (binding/non binding) de leurs conventions doit être clairement exprimée.

Même s'ils n'ont pas de caractère liant quant à la réalisation de l'investissement, les documents préparatoires comprennent souvent quelques prescriptions obligatoires (confidentialité, exclusivité des négociations). Les documents préparatoires, même sans caractère liant, doivent être exécutés de bonne foi et ne pas être rompus de manière abusive.

*Cf. Lettre d'intention type § 14  
Cf. Guide CHAPITRE 1.3.1*

### Engagement Contractuel

*Voir Convention particulière (mini-pacte).*

### Engagement de conservation

En anglais lock-up. Restriction imposée aux actionnaires d'une société lors de son introduction en bourse afin d'éviter un déséquilibre du marché entre l'offre et la demande de titres. Ce blocage, temporaire, porte généralement sur une fraction des titres détenus et se réduit avec le temps. Il est généralement plus long pour les dirigeants de la société. Des exceptions peuvent être prévues (offre publique, animation du marché...).

Un autre type d'engagement de conservation, propre aux sociétés non cotées, consiste dans les engagements d'inaliénabilité imposés aux fondateurs et dirigeants.

*Cf. Guide CHAPITRE 4.1.2*

### Euronext

Marché boursier, de son vrai nom NYSE Euronext, qui est la redénomination de l'Eurolist, créé suite à la fusion en 2005 en une cote unique du Premier Marché, Second Marché et Nouveau Marché. Marché réglementé au sens des directives européennes.

*Voir Marché réglementé, système multilatéral de négociation.  
Cf. Guide CHAPITRE 4.1*

### Euronext ACCESS (anciennement Marché libre)

Les marchés Euronext ACCESS - Bruxelles, Lisbonne et Paris - ont été mis en place pour permettre aux petites et moyennes entreprises d'intégrer un marché financier adapté afin de financer leur développement et de bénéficier de la notoriété de la cotation, sans pour autant répondre aux critères d'admission qu'exigent les marchés réglementés d'Euronext.

Gérés par leurs opérateurs de marché Euronext respectifs, ces systèmes multilatéraux de négociation (Multilateral Trading Facilities - MTF) comportent un canal de diffusion des ordres d'achat et de vente. Les opérations sont exécutées par les membres de marché Euronext. Les marchés Euronext ACCESS n'étant pas des marchés réglementés en vertu de la directive de l'UE, les critères d'admission y sont beaucoup plus simples. Hormis les cas où un prospectus est requis, les exigences de cotation requises pour les émetteurs sont allégées sur Euronext ACCESS. Cependant, les réglementations relatives à l'abus de marché et à la transparence s'appliquent conformément aux lois en vigueur.

*Voir Système multilatéral de négociation  
Cf. Guide Chapitre 4.1*

### Euronext Growth (anciennement Alternext)

Créé en 2005, système multilatéral de négociation (Multilateral Trading Facility - MTF) exploité sous le nom commercial d'Euronext Growth par l'opérateur de marché compétent à Bruxelles, Lisbonne et Paris et dédié aux entreprises de taille moyenne (PME-ETI) qui ne disposent pas des ressources nécessaires pour satisfaire les conditions d'un marché réglementé, en leur proposant un marché boursier fiable avec plus de flexibilité en termes de réglementation. Les entreprises qui souhaitent être cotées sur Euronext Growth doivent sélectionner un listing sponsor qui les aidera pendant la procédure d'admission et sur une base permanente après l'admission. L'indice Euronext Growth® All Share permet en outre aux investisseurs de mieux

comparer les sociétés cotées d'Euronext Growth, contribuant ainsi à promouvoir la négociation de titres.

### Escrow

Voir *Séquestre*.

### Executive Summary

Voir *Présentation résumée*

### Exclusivité (des dirigeants)

Clause par laquelle un dirigeant ou employé de la société s'engage à consacrer toute son activité professionnelle à la société. Ces clauses figurent dans les contrats de travail et/ ou dans les pactes d'actionnaires et sont usuellement complétées par une clause de non-concurrence.

Cf. *Lettre d'intention type § 8.5*

### Exclusivité (des négociations)

Clause interdisant à une partie ayant conclu un accord préparatoire (tel que la lettre d'intention type ou un protocole d'investissement) d'engager ou de poursuivre des négociations avec des tiers en vue de réaliser une opération similaire.

L'existence et la durée de la clause d'exclusivité se justifient compte tenu des efforts entrepris par les investisseurs en vue d'étudier et de réaliser l'investissement. Comme elle interdit à la société de rechercher d'autres sources de financement, elle doit être employée avec mesure lorsque la société est en difficulté financière et il doit y être mis fin lorsque leurs investisseurs abandonnent leur projet d'investissement.

Cf. *Lettre d'intention type § 11.2*

Cf. *Guide CHAPITRE 1.3*

## F

### FIA

Voir *Fonds d'investissement alternatifs*

### Financement participatif

En anglais : crowdfunding

Il n'existe pas de définition juridique. La notion de financement participatif consiste à collecter des fonds – en général de petits montants – pour financer un projet spécifique, via une plateforme internet.

Il recouvre des formes de financement variées telles que le don avec ou sans contrepartie, les prêts avec ou sans intérêts ou encore la souscription de titres financiers (capital ou dette).

Lors que la plateforme de financement participatif propose la souscription de titres financiers, la plateforme doit opter pour un statut régulé par l'AMF ou par l'ACPR soit de conseillers en investissements participatifs soit de prestataire de service d'investissement dans le cadre du financement participatif.

Cf *Guide CHAPITRE 1.2.3*

### Fonds d'investissement

Les investisseurs en Capital-investissement sont souvent réunis sous la forme juridique de fonds d'investissement, qui regroupent eux-mêmes les engagements (les « commitments ») souscrits par les investisseurs ou porteurs de parts (en anglais Limited Partners ou LPs) que les gérants de fonds ou sociétés de gestion (en anglais General Partners ou GPs) peuvent appeler et investir, de manière discrétionnaire, conformément au règlement du fonds.

Voir *Fonds d'investissement alternatifs (FIA)*

Voir *Sociétés de Capital-innovation (SCR)*

### Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA)

Répondent à la définition de fonds d'investissement alternatifs les véhicules d'investissement levant des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs.

Les FIA de capital-investissement regroupent eux-mêmes les engagements (les « commitments ») souscrits par les investisseurs (en anglais Limited Partners ou LPs) que les sociétés de gestion de portefeuille (en anglais General Partners ou GPs) peuvent appeler et investir, de manière discrétionnaire, conformément au règlement du fonds.

Les FCPR, FCPI, FIP, FPCI et la SLP sont les formes de fonds d'investissement alternatifs les plus fréquentes en France. Il existe aussi d'autres structures d'investissement telles que les sociétés de Capital Risque (SCR).



### Fonds Commun de Placement à Risque (FCPR)

Institué en 1983, type de fonds d'investissement alternatif régi par le code monétaire. Le FCPR est une copropriété de parts mobilières sans personnalité juridique gérée par une société de gestion agréée par l'Autorité des marchés financiers (AMF). La société de gestion agit au nom et pour le compte du FCPR, le représente et l'engage. Un FCPR doit investir dans des participations au capital de sociétés, en respectant certains quotas selon les types d'investissement (sociétés ayant leur siège dans l'Union Européenne, titres non admis aux négociations sur un marché réglementé,...). Le FCPR est un véhicule transparent fiscalement pour autant que certains critères soient respectés dans la composition de son portefeuille, et notamment un quota de 50% de titres non cotés.

S'ajoutent à ces catégories celles des fonds fiscaux (fonds commun de placement dans l'innovation =FCPI=, fonds d'investissement de proximité =FIP=), destinés à collecter de l'épargne auprès des personnes physiques moyennant un avantage fiscal à la souscription sous la forme d'une réduction d'impôt sur le revenu.

### Fonds Commun de Placement dans l'Innovation (FCPI)

Créés en 1997, type de FCPR devant investir à hauteur d'un quota minimum de 70% dans des entreprises innovantes non cotées. Les souscripteurs des FCPI, essentiellement des personnes physiques, bénéficient d'un avantage fiscal au titre de l'impôt sur le revenu. Leur durée de vie est limitée à 10 ans. Avant le 31 décembre 2017, ces fonds offraient une réduction fiscale sur l'ISF.

### Fonds d'Investissement de Proximité (FIP)

Créés par la loi de finances de 2003, type de FIA devant respecter un quota d'investissement de 70% en titres de PME non cotées régionales situées dans au maximum quatre régions limitrophes. Les souscripteurs de FIP, essentiellement des personnes physiques, bénéficient d'un avantage fiscal au titre de l'impôt sur le revenu. Leur durée de vie est limitée à 10 ans. Avant le 31 décembre 2017, ces fonds offraient une réduction fiscale sur l'ISF.

### Fonds professionnels de Capital-Investissement (FPCI)

Type de fonds d'investissement alternatif régi par le code monétaire et financier destinés essentiellement aux investisseurs institutionnels. La

plupart des FPCI se présente comme une copropriété de titres financiers et de dépôt sans personnalité juridique gérée par une société de gestion agréée par l'Autorité des marchés financiers (AMF). La société de gestion agit au nom et pour le compte du FPCI, le représente et l'engage.

Le FPCI est un véhicule transparent fiscalement pour autant que certains critères soient respectés dans la composition de son portefeuille, et notamment un quota de 50% de titres non cotés.

### Full Ratchet

Mécanisme d'ajustement de prix qui permet, en cas de down round (tour décoté), à l'investisseur qui en bénéficie d'obtenir un prix de revient par titre égal à la valeur retenue lors du tour décoté réalisée ultérieurement à son investissement.

Contrairement au weighted average, le Full Ratchet ne tient compte que de la dernière opération réalisée et ne tient pas compte de la taille respective des différentes opérations.

*Cf. Guide CHAPITRE 3.2.2*

### Fully Diluted

*Voir Pleinement dilué.*

## G

Garanties de passif

*Voir Déclarations et garanties.*

### Gérants de Fonds (sociétés de gestion de portefeuille)

En anglais General Partners ou GPs

Les gérants des fonds d'investissement ont le plus souvent le statut de sociétés de gestion de portefeuille. Ils prennent les décisions d'investissement, de suivi et de cession, de participations, pour le compte des fonds qu'ils gèrent. Les gérants gèrent les fonds dans le cadre fixé par le règlement du fonds, qui définit les orientations stratégiques et les modalités de fonctionnement du fonds, et qui est adopté par les porteurs de parts des fonds.

Une même société de gestion peut gérer plusieurs fonds à la fois.

### Good leaver

Littéralement « bon partant »

*Voir Départ des fondateurs.*

## Gouvernance

La gouvernance (ou gouvernement d'entreprise) désigne les mesures mises en place afin d'assurer le bon fonctionnement et le contrôle d'une entreprise.

*Cf. Guide CHAPITRES 2.1.1 et 2.1.2*

## Gré à gré

Transaction affectant les titres d'une société cotée réalisée hors marché entre différentes parties dont tous les termes du contrat sont négociés librement.

## Green shoe

La technique dite greenshoe, du nom de la première entreprise l'ayant utilisée, permet de réguler le cours de bourse d'une action au moment de son introduction en bourse. L'entreprise donne à la banque introductrice l'option d'acheter une quantité de titres supérieure à ce qui était initialement prévu. Si la demande de titre est forte, la banque pourra ainsi allouer plus de titres aux investisseurs en exerçant son option. Dans le cas opposé, la banque n'exerce pas son option et achète les titres dont elle a besoin sur le marché ce qui a pour effet de maintenir les cours.

## Inaliénabilité

Incessibilité. Clause interdisant la cession ou toute autre forme de transfert d'un bien, par exemple des actions. En Capital-innovation, engagement souvent demandé aux fondateurs/directeurs pour s'assurer de leur engagement dans la société pendant une durée minimale (usuellement de 3 à 5 ans).

*Voir aussi Clause de respiration.*

*Cf. Lettre d'intention type Annexe F.1*

## Information des administrateurs (Board Pack)

Juridiquement, tout administrateur a droit à l'information nécessaire pour la prise des décisions de la compétence du conseil d'administration. Ce droit est souvent précisé dans le pacte d'actionnaires et le format de ce reporting fait l'objet d'un accord entre la société et les investisseurs. Généralement remis mensuellement aux membres du conseil, le Board Pack est un rapport offrant une vision précise de la gestion des comptes, des risques et des performances de la société administrée.

Mécanisme souvent retranscrit pour les membres de tout comité ad hoc autre qu'un conseil d'administration.

*Cf. Guide CHAPITRE 2.4.6*

## Information des investisseurs

Qu'ils participent ou non au conseil d'administration ou de surveillance de la société, les investisseurs demandent à recevoir certaines informations (financières, commerciales, juridiques,...) en complément des seules informations prévues par la loi pour tous les actionnaires. Les sociétés financées par le Capital-innovation sont ainsi amenées à mettre en place un reporting mensuel, trimestriel et annuel au profit des investisseurs plus complet permettant de suivre l'évolution de la société. Usuellement, les investisseurs demandent également un droit de faire auditer la société.

*Cf. Lettre d'intention type Annexe E*

*Cf. Guide CHAPITRE 2.3*

## Initial Coin Offering (ICO)

Mécanisme de financement de projet par émission de crypto-monnaies ou jetons (tokens) à travers une technologie de registre distribué (« DLT », communément désignée « blockchain »)

## Intermédiaire

Désigne une banque d'affaires, un cabinet conseil, une personne physique ou toute structure servant d'interlocuteur pour représenter les actionnaires dans le cadre de la cession ou de l'acquisition d'une société, ou pour référencer une société dans le cadre de la levée de fonds.

*Cf. Guide CHAPITRES 1.1.3 (levée de fonds), 4.1.5 (introduction en bourse) et 4.2.2 (cession)*

## Introduction en bourse

En anglais IPO (Initial Public Offering).

Admission des actions qui forment le capital d'une société à la négociation sur une bourse de valeurs. Sur un marché réglementé et sur un marché régulé, cette opération nécessitera le visa de l'autorité compétente, en France, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Étape clé dans la vie d'une société car elle permet à la société et à ses actionnaires de trouver une source de financement (placement primaire) et/ou une solution, au moins partielle, de liquidité (placement secondaire).

*Cf. Guide CHAPITRE 4.1*

**IPO (Initial Public Offering)**

*Voir Introduction en bourse*

**K****KYC**

Littéralement Know-your-customer

Désigne l'ensemble des processus mis en œuvre par les professionnels du secteur financier pour assurer à la fois une connaissance approfondie de ses clients et de ses partenaires économiques, mais également un suivi régulier de la clientèle et des différents partenaires économiques. Ce processus intervient dès l'entrée en relation et se poursuit pendant toute la durée de la relation d'affaires.

*Voir lutte contre le blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme (LAB-FT)*

**L****Lead Investor**

*Voir Chef de file.*

**Lettre d'intention**

La lettre d'intention, dont un modèle figure dans le présent Guide, a pour objet la réalisation d'un investissement de capital-innovation dans une société de croissance. Elle décrit les principales conditions et modalités selon lesquelles l'investissement pourrait être réalisé. Elle est émise par un ou plusieurs investisseurs qui participeraient au financement, et doit être acceptée par la société concernée et par ses principaux actionnaires qui devront décider l'opération.

Termes équivalents : *term sheet, letter of intent, memorandum d'accord...*

D'un point de vue juridique, la lettre d'intention est un document exprimant l'intention de son émetteur en vue de réaliser une opération. Des lors qu'elle est acceptée par ses destinataires, les parties vont travailler ensemble en vue de réaliser l'opération dans les termes prévus, mais sans être liés définitivement (absence d'effet obligatoire).

*Voir aussi Protocole d'investissement. Cf. Lettre d'intention type (Annexe du Guide) Cf. Guide CHAPITRE 1.3*

**Licence**

Contrat par lequel le propriétaire d'un actif incorporel, brevet, savoir-faire, marque... autorise un licencié à utiliser cet actif en contrepartie, généralement, du versement d'une redevance (royaltie).

**Limited Partners**

*Voir Fonds d'investissement*

**Liquidation**

Dernière phase de la vie d'une société, faisant suite à sa dissolution.

L'actif de la société est alors réalisé, en vue de désintéresser ses créanciers, puis de distribuer le solde disponible (le boni de liquidation) entre ses actionnaires. En Capital-innovation, cette répartition entre actionnaires tient compte des droits de répartition préférentielle consentis aux investisseurs en vue de récupérer leur investissement.

*Cf. Guide CHAPITRE 3.3, introduction*

**Liquidation preference**

*Voir Répartition préférentielle.*

**Liquidité**

Étape ultime pour l'investisseur, lui permettant de céder les titres qu'il aura détenues et de recevoir en contrepartie le prix. La liquidité de son investissement est dans tous les cas l'objectif final de l'investisseur.

Seront fixés de manière plus ou moins précise dans la lettre d'intention puis dans le pacte d'actionnaires un horizon pour réaliser cette liquidité, les conditions essentielles de préparation à cette étape (évaluation de l'entreprise, mandat confié à un tiers en vue de la cession (mandat de vente) ou de l'introduction en bourse de la société), et les engagements des différents actionnaires (sortie forcée). Une variante consiste à forcer les fondateurs soit à acheter la participation des investisseurs, soit à céder leur propre participation (buy or sell).

En cas de liquidité par introduction en bourse, les actionnaires pourront subir des contraintes liées à l'organisation du marché boursier (engagement de conservation ou lock-up).

La liquidité peut également être apportée par un reclassement de participations auprès d'autres investisseurs financiers.

*Cf. Lettre d'intention type Annexe F § 6 Cf. Guide CHAPITRE 4*

### Listing sponsor

Le listing sponsor est une société agréée par Euronext. Euronext a créé ce statut de conseiller, appelé «listing sponsor», pour tenir une position centrale dans le processus d'introduction en bourse, sa présence étant destinée à renforcer la confiance des investisseurs. Avant toute cotation, les listings sponsors s'assurent que la société réunit tous les critères requis pour être cotée et qu'elle répond aux obligations d'information et de publication. Le listing sponsor est un acteur clé pour les entreprises et les investisseurs et est l'interlocuteur principal d'Euronext.

La désignation d'un listing sponsor par l'émetteur est obligatoire pour l'admission à la cotation sur Euronext Growth, Euronext Access + et Euronext Access. En outre, les sociétés cotées sur Euronext Growth ou Euronext Access + doivent avoir un listing sponsor sur une base permanente pendant toute la durée de leur cotation.

### Locked Box

Alternative à l'«earn out» ce mécanisme fige le prix dès la signature du contrat d'acquisition, et encadre les flux financiers. La propriété «économique» de la cible est transférée à la date de fixation du prix, alors que les titres ne seront transmis qu'au closing. Pendant cette période intermédiaire, l'acquéreur porte le risque économique en supportant toute variation de valeur de la société, positive ou négative.

Il faut prévoir un mécanisme de compensation à l'euro l'euro du préjudice qui serait subi par l'acquéreur ou la cible si le vendeur ne respectait pas les contraintes de gestion ainsi imposées. Cet engagement d'indemnisation peut être ou non assorti de garanties de paiement.

*Voir Earn out*

### Lock Up

*Voir Engagement de conservation.*

### Lutte contre le blanchiment des capitaux et financement du terrorisme (LAB-FT)

Le blanchiment de capitaux est une infraction pénale définie à l'article 324-1 du code pénal comme un délit qui consiste à faciliter, par tout moyen, la justification mensongère de l'origine des biens ou des revenus de l'auteur d'un crime ou d'un délit ayant procuré à celui-ci un profit direct ou indirect. Constitue également un blanchiment le fait d'apporter un concours à une opération de placement, de dissimulation ou de conversion du

produit direct ou indirect d'un crime ou délit.

C'est une infraction punie de 5 ans d'emprisonnement et de 375.000 euros d'amende.

Afin de lutter contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme, la réglementation oblige les professionnels du secteur financier et certains acteurs économiques à avoir une connaissance actualisée de tous leurs clients y compris des revenus et du patrimoine et à suivre leurs opérations. Le non-respect de ces obligations les expose à une responsabilité disciplinaire, voire pénale.

## M

### Mandat de vente

Acte signé par une majorité ou la totalité des actionnaires de la société avec une banque-conseil, donnant mandat à celle-ci de rechercher un acquéreur pour tout ou partie du capital de la société. La société est en général partie à l'acte dans la mesure où l'exécution du mandat suppose une participation active de celle-ci, notamment en termes d'informations, et où l'acquisition peut avoir des conséquences importantes pour la société elle-même, notamment en cas d'adossement à un groupe du secteur.

Le mandat est un contrat par lequel une personne (le mandant) confère à une autre (le mandataire) le pouvoir d'effectuer en son nom un acte juridique ou une démarche commerciale.

*Voir Liquidité, Sortie forcée, Sortie conjointe.*

### Marché organisé

Système multilatéral de négociation géré par une entreprise de marché dont les règles de fonctionnement sont soumises à l'approbation du régulateur (AMF) et qui se soumet aux dispositions du règlement général de l'AMF relatives aux abus de marché et en prévoyant une procédure d'offre publique obligatoire. On parle de «système multilatéral de négociation organisé» ou SNMO.

### Euronext Growth est un marché organisé.

Voir aussi Marché réglementé, Système multilatéral de négociation.

*Cf. Guide CHAPITRE 4.1.4*

## Marché réglementé

Marché d'instruments financiers constitué sous la forme d'un système multilatéral assurant ou facilitant la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché. Il est reconnu et fonctionne conformément à des règles européennes. Il est géré par une entreprise de marché.

Euronext Paris est un marché réglementé qui accueille la négociation des actions, des obligations, des warrants et des trackers. Il est divisé en 4 compartiments selon la capitalisation boursière de l'émetteur et qui relèvent de règles d'admission et de négociation différentes :

- Compartiment A : sociétés dont la capitalisation est supérieure à 1 milliard d'euros ;
- Compartiment B : sociétés valorisées entre 150 millions et 1 milliard d'euros ;
- Compartiment C : sociétés inférieures à 150 millions d'euros ;
- Un compartiment dit « professionnel ».

## Masse

Regroupement des titulaires d'obligations ou de valeurs mobilières donnant accès au capital. La masse doit en principe désigner un représentant et être réunie en assemblée (fonctionnant de manière similaire aux assemblées générales d'actionnaires) pour prendre certaines décisions ou autoriser certaines opérations pouvant influencer sur les droits des titulaires.

## Material adverse change (MAC)

Évènement ayant des conséquences défavorables importantes.

Ce concept est souvent utilisé dans le cadre des conditions suspensives : les engagements sont pris sous réserve que, d'ici à la réalisation de l'opération, il ne survienne pas un tel événement.

*Cf. Lettre d'intention type § 12.2  
Cf. Guide CHAPITRE 1.4.3 (prise de participation) et CHAPITRE 4.2.4 (cession)*

## Médiation

Il s'agit d'un processus amiable et confidentiel de résolution des différends dont l'objectif consiste à proposer aux parties en conflit l'intervention d'un tiers indépendant appelé le « médiateur » et

impartial formé à la médiation, qui les aide à parvenir à une solution et, en tout cas, conforme à leurs intérêts respectifs, mettant fin au litige.

Le médiateur n'est ni un juge, ni un arbitre. Son rôle est d'aider les parties à trouver un accord mutuellement acceptable, et, à cette fin, de les entendre et de confronter leurs points de vue afin de rétablir une communication entre elles.

*Voir conciliation*

## Memorandum d'information

Aussi appelé Info Memo ou Placement Memorandum.

Document le plus exhaustif possible décrivant l'activité, l'organisation, le potentiel et les principaux résultats de l'entreprise, il est destiné à être envoyé aux investisseurs susceptibles d'apporter des capitaux à l'entreprise comme aux possibles acquéreurs de l'entreprise. Il intègre le plus souvent le Business plan. En cas d'introduction en bourse, le document d'information s'appelle un prospectus et est selon les cas soumis au visa de l'AMF.

*Cf. Guide CHAPITRE 1.1.1 (prise de participation) et CHAPITRE 4.2.3 (cession)*

## Milestone

Littéralement « borne ». Sert à désigner les objectifs/critères à atteindre/remplir pour le déclenchement de certaines clauses telles que complément de prix, libération d'une tranche complémentaire, etc.

*Cf. Lettre d'intention type § 2  
Cf. Guide CHAPITRE 3.1.1*

# N

## Non Disclosure Agreement (NDA)

*Voir Accord de confidentialité.*

## New Money

Littéralement « argent nouveau », apporté pour financer le développement d'une société. Cela comprend les apports en numéraire réalisés sous toutes les formes juridiques possibles (augmentation de capital, émission d'obligations ou de valeurs mobilières donnant accès au capital). A contrario, en sont exclus les apports déjà inscrits dans le passif de la société, comme par exemple la consolidation de comptes courants d'actionnaires, ainsi que les apports en nature.

## Nominal

Valeur nominale d'une action (ou « pair »), inscrite dans les statuts de la société ou obtenue en divisant le montant du capital social par le nombre d'actions existantes ;

*Voir aussi Prime d'émission, Capital social.*

## Non-concurrence

Clause interdisant à un dirigeant ou employé de la société d'exercer ou de participer à une activité identique ou concurrente de celle de la société. Ces clauses figurent dans les contrats de travail et/ou dans les pactes d'actionnaires et sont usuellement complétées par une clause d'exclusivité et une clause de non sollicitation.

*Cf. Lettre d'intention type § 8.5*

## Non-sollicitation

Clause souvent utilisée en complément de la clause de non concurrence. Elle prévoit notamment de protéger l'entreprise contre un comportement déloyal qui consisterait, pour ceux ayant eu accès à de l'information privilégiée, à débaucher les personnes clés d'une société ou à contacter ses clients et ses fournisseurs. Elle assure donc la loyauté des signataires, ainsi engagés, vis-à-vis de la société elle-même et de ses dirigeants et actionnaires.

## Non dilué

En anglais Non diluted.

Présentation de la table de capitalisation ne prenant en compte que les actions effectivement créées et souscrites, même si elles ne sont que partiellement libérées.

Cette présentation pourra faire apparaître plusieurs catégories d'actions, mais pour le calcul du nombre d'actions on ne retiendra, le cas échéant, que les actions existantes sans prendre en compte les parités de conversion des actions ou les droits d'accès au capital qui ne sont pas encore exercés, s'il en existe.

*Voir Pleinement dilué.*

*Cf. Guide CHAPITRE 1.2.4*



## Obligations

En dehors du sens commun (engagement liant une personne), les obligations sont des titres de créance émis par une société.

Un emprunt obligataire constitue une dette de la société, portant intérêt et devant être remboursée à son échéance. L'obligation peut être assortie d'un mécanisme d'accès au capital de la société : voir OBSA, OCA, ORA. Les titulaires d'une catégorie d'obligations constituent une masse.

### Obligations à bons de souscription d'actions (OBSA)

Titres donnant accès au capital, émis par la société et souscrit par un investisseur, se composant :

- d'un titre de créance (obligation)
- d'un bon de souscription d'action(s) de la société (BSA).

L'obligation est une dette de la société, portant intérêt. Les investisseurs peuvent souscrire des actions en exerçant les BSA.

Titres donnant accès au capital, émis par la société et souscrit par un investisseur, se composant :

- d'un titre de créance (obligation)
- de la faculté de convertir cette créance en actions de la société.

Tant qu'elle n'est pas convertie, l'OCA est une dette de la société, portant intérêt.

### Obligations remboursables en actions

Titres donnant accès au capital, émis par la société et souscrit par un investisseur, se composant :

- d'un titre de créance (obligation)
- lequel sera remboursé à terme en actions de la société, et non en numéraire.

Tant qu'elle n'est pas remboursée en actions, l'ORA est une dette de la société, portant intérêt.

## Offre au public

Anciennement appel public à l'épargne. Financement d'une société par placement de ses actions auprès du public. Par extension, cotation de ces titres sur un marché boursier. L'offre de titres au public est une opération réglementée et contrôlée, en France, par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), et les sociétés qui le pratiquent sont soumises à des obligations renforcées.



Le financement en Capital-innovation ne constitue en principe pas une offre au public de titres financiers. Ce n'est que lors d'une phase plus avancée de leur développement que les sociétés ayant recouru au financement par le Capital-innovation peuvent se financer sur les marchés de capitaux et font alors l'objet d'une introduction en bourse et/ou d'une offre au public.

Voir aussi Introduction en bourse, Marché réglementé, Marché organisé, Système multilatéral de négociation.

*Cf. Guide CHAPITRE 4.1*

### Options de souscription ou d'achat d'actions

En anglais stock-options

Type de droits d'accès au capital réservés aux salariés et aux dirigeants d'une société et de ses filiales, réglementés par le Code de commerce et bénéficiant d'un régime fiscal spécifique.

*Voir Plan d'intéressement*

## P

### Pacte d'actionnaires

Convention conclue entre les actionnaires de la société (fondateurs et investisseurs) pour organiser leurs relations en tant qu'actionnaires.

Le pacte d'actionnaires complète les statuts et définit certains droits et obligations des parties. Habituellement, il comprend des clauses sur l'organisation des organes de la société, la prise des décisions stratégiques et l'information (voir conseil d'administration, autorisation préalable et information des investisseurs), et des clauses encadrant les cessions d'actions (voir préemption, droit de sortie conjointe, sortie forcée, départ des fondateurs). Voir aussi Statuts, Convention particulière (mini pacte ou engagement contractuel).

*Cf. Lettre d'intention type § 10, 12.3 et Annexes O, E et F*

### Pair

*Voir Valeur nominale*

### Pari Passu

Clause d'un contrat assurant à son bénéficiaire qu'il bénéficiera d'une égalité de traitement par rapport aux autres parties se trouvant dans la même situation (entre actionnaires, entre catégories d'actionnaires, entre obligataires, etc.).

### Partage de la performance

En anglais profit sharing. Mécanisme de partage du profit ou de la plus-value des actionnaires au-delà d'un certain niveau de résultat ou d'un certain rendement en cas de cession de la société. Peut être considéré comme un mécanisme de répartition préférentielle du prix ou d'ajustement de prix à la hausse, susceptible selon les cas de jouer en faveur des investisseurs ou des fondateurs.

*Cf. Guide CHAPITRE 1.2.4*

### Pay to play

Littéralement « payer pour jouer ». Clause par laquelle certains des droits reconnus aux investisseurs, et notamment les droits d'ajustement du prix, ne sont exerçables que par ceux d'entre eux qui participent au(x) tour(s) de financement suivant(s).

*Cf. Guide CHAPITRE 3.2.4*

### P.I.P.E. (Private Investment in Public Equity)

Investissement par des fonds ou des institutionnels dans une société cotée sans passer par l'offre au public de titres financiers.

L'avantage pour la société vis-à-vis d'un tel financement est de mobiliser rapidement des montants à une valorisation négociée

### Placement privé

Opération d'émission de titres par une société cotée sans recours à une offre au public mais donnant lieu à une introduction sur un marché boursier (Euronext Access/Euronext Growth) ou sur le compartiment professionnel sur Euronext Paris. L'offre de titres est alors faite au profit d'un nombre limité d'investisseurs.

### Plan de financement

C'est un document financier essentiel du projet ou de l'entreprise qui présente à la fois la variation des éléments composant l'actif de la société, c'est-à-dire ses emplois, et la variation des éléments constituant le passif de la société, c'est-à-dire ses ressources, sur une période pluri annuelle.

Ainsi, le plan de financement qui peut être détaillé par exercice ou par période plus courte, permet d'anticiper et de calculer les besoins de financement.

### Plan d'intéressement

Droits d'accès au capital attribués aux dirigeants et au personnel de la société, de sorte qu'ils puissent participer à la création de valeur pour les actionnaires.

Les dirigeants et salariés se voient reconnaître le droit de souscrire ou d'acquiescer dans le futur un certain nombre d'actions de la société à un prix déterminé ou déterminable.

Il existe plusieurs mécanismes ayant des régimes juridiques et fiscaux différents (BSPCE, options de souscription ou d'achat d'actions, BSA, actions gratuites,...), qui sont choisis notamment en fonction de la structure de la société.

*Voir aussi Vesting.*  
Cf. Lettre d'intention type § 4  
Cf. Guide CHAPITRE 1.2.4

### Pleinement dilué

En anglais Fully diluted.

Présentation de la table de capitalisation de la société prenant en compte les actions émises et souscrites ainsi que toutes les valeurs mobilières ou tous les mécanismes donnant accès au capital, même de manière différée. Se dit aussi d'un calcul établi sur ces bases.

*Voir Non dilué.*  
Cf. Guide p. . [XX]

### Post-Money Valuation

Littéralement : valorisation après (apport d') argent. Valorisation d'une entreprise après l'entrée au capital du ou des investisseurs.

Valorisation post money = Valorisation pre-money + capitaux apportés.

On notera que cette définition induit que les titres ou options créés concomitamment à l'opération seront considérés comme antérieurs à l'opération.

*Cf. Lettre d'intention type § 3*  
Cf. Guide CHAPITRE 1.2.4

### Pre-Money Valuation

Littéralement : valorisation avant (apport d') argent. Valorisation d'une entreprise avant l'entrée des investisseurs au capital.

*Cf. Lettre d'intention type § 3*  
Cf. Guide CHAPITRE 1.2.4

### Préemption

Droit de priorité permettant à son titulaire de racheter les actions qu'un actionnaire souhaite céder, de préférence à des tiers non actionnaires et/ou à d'autres actionnaires.

Ce droit permet de contrôler la composition du capital tout en laissant la possibilité à un actionnaire de chercher un acheteur pour ses titres. On peut prévoir des rangs de priorité selon le groupe auquel appartient le cédant (fondateur ou investisseur).

Il est usuel de prévoir des exceptions (par exemple, cession à l'intérieur d'un groupe de sociétés). Ce droit est prévu dans les statuts ou dans le pacte d'actionnaires.

*Cf. Lettre d'intention type Annexe F § 2*

### Preferred shares

Littéralement *actions préférentielles*

*Voir Actions de préférence.*

### Présentation résumée (Executive summary ou Teaser)

Document très court, généralement constitué de deux pages, rédigé en vue d'une levée de fonds, qui permet de faire une présentation générale de l'entreprise et de son projet, du financement recherché et des objectifs visés.

L'executive summary ou teaser permet très rapidement à l'investisseur potentiel de valider la pertinence du projet par rapport à sa politique d'investissement (secteur, montant, maturité...) et lui permet d'aller plus loin dans l'instruction du projet, en se faisant communiquer un dossier plus détaillé (business plan), éventuellement après signature d'un accord de confidentialité.

*Cf. Guide p. . [XX]*

### Prestataire de services d'Investissement (PSI)

Les prestataires de services d'investissement (PSI) définis par le code monétaire et financier sont les entreprises d'investissement, les sociétés de gestion de portefeuille ainsi que les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement, à savoir : réception transmission d'ordres pour le compte de tiers, exécution d'ordres pour le compte de tiers, négociation pour compte propre, gestion de portefeuille pour le compte de tiers, conseil en investissement, prise ferme, placement garanti ou non garanti, l'exploitation d'un système multilatéral de négociation ou encore l'exploitation d'un système organisé de négociation.

### Prêt-relais

En anglais *Bridge Loan*.

Désigne une avance d'actionnaire effectuée en anticipation d'un tour de financement à venir.

Cette avance, de durée courte, a vocation à être consolidée dans le cadre du tour de financement à venir, dans les mêmes conditions que ce dernier. Eventuellement une certaine décote sur le prix du tour à venir pourra être admise pour « rémunérer » le risque différentiel pris par l'investisseur ayant consenti une telle avance.

*Cf. Guide p. . [XX]*

### Prime d'émission

Les actions sont émises à un prix d'émission qui peut être juridiquement et comptablement décomposé en deux parties : la valeur nominale et la prime d'émission. La valeur nominale correspond à la division du capital social par le nombre d'actions et peut être fixée par les statuts. Le prix d'émission d'une action ne peut être inférieur à la valeur nominale, mais celle-ci peut être libérée (versée) en plusieurs fois.

La prime d'émission correspond à la différence entre la valeur nominale et le prix d'émission. Elle est inscrite dans un compte spécial du bilan et fait partie des capitaux propres. Elle est librement fixée par l'AGE mais doit être libérée en une fois. Les investisseurs, lorsqu'ils paient une prime d'émission, peuvent demander des droits préférentiels sur cette prime en cas de distribution de cette prime, de cession ou de liquidation de la société.

*Voir Augmentation de capital, Capital, Nominal.*

### Profit sharing

*Voir Partage de la performance, Répartition préférentielle du prix*

### Promesse d'achat

Engagement d'acheter des actions, autrement dit option de vente ou en anglais Put. Le promettant consent à un bénéficiaire la promesse qu'il lui achètera un certain nombre de ses actions, à un prix déterminé (fixé) ou déterminable (en fonction de critères liés à l'activité ou aux résultats de la société, à ses dernières opérations sur son capital, ...), le cas échéant sous réserve de la réalisation de conditions suspensives et dans une période de temps prévue dans le contrat. Le bénéficiaire dispose ainsi d'une option de vente, qu'il pourra exercer ou non. Dans certains cas, une promesse de vente réciproque est conclue.

### Promesse de vente

Engagement de vendre des actions, autrement dit option d'achat ou en anglais Call. Le promettant consent à un bénéficiaire la promesse qu'il lui vendra un certain nombre de ses actions. Le bénéficiaire dispose ainsi d'une option d'achat qu'il pourra exercer ou non. Voir aussi Promesse d'achat.

### Propriété intellectuelle (PI)

La propriété intellectuelle recouvre l'ensemble des actifs incorporels qui représentent des droits de propriété ou de licence sur des marques, des inventions ou des savoir-faire.

*Voir aussi Brevet.*

### Protocole d'Investissement

Convention conclue entre la société, ses principaux actionnaires et les nouveaux investisseurs et définissant les engagements de chacun en vue de réaliser un investissement.

Le protocole d'investissement est le plus souvent une convention à effet obligatoire, sous réserve de la réalisation de conditions suspensives. Assez souvent en Capital-innovation, compte tenu de la rapidité de l'opération, il n'est pas conclu de protocole d'investissement et les parties passent directement de la lettre d'intention à la réalisation de l'opération.

*Cf. Guide CHAPITRE 1.4.4*

### Put

*Voir Promesse d'achat.*

## R

### Ratchet

*Voir Ajustement du prix de revient, Full ratchet, Weighted average Ratchet.*  
*Cf. Lettre d'intention type § 7*  
*Cf. Guide CHAPITRE 3.2*

### Rattrapage

En anglais catch up. Clause qui permet à son bénéficiaire de récupérer sa part dans la répartition du prix de cession ou de la plus-value après que le ou les bénéficiaires prioritaires aient été servis.

*Voir Répartition préférentielle.*  
*Cf. Guide CHAPITRE 3.3.1*

### Réalisation (de l'investissement)

L'investissement est réalisé lorsque l'ensemble de la documentation juridique est signée ou adoptée (pacte d'actionnaires, statuts modifiés, convention de déclarations et garanties) et que les fonds sont versés contre l'émission des nouveaux titres de capital ou Valeurs mobilières donnant accès au capital.

Il peut exister un délai entre la signature de la documentation (signing) et la réalisation effective de l'investissement donnant lieu à la mise à disposition des fonds (closing), selon la nature des opérations à réaliser.

*Cf. Guide CHAPITRE 1.4*

### Recapitalisation

Opération de financement à connotation de « sauvetage ». Sans être systématiquement organisée avec un coup d'accordéon, la recapitalisation s'opère fréquemment au travers

d'un tour décoté (down round) c'est-à-dire sur la base d'une valeur pre-money inférieure à la valorisation post-money du précédent tour.

*Cf. Guide CHAPITRE 3.2.1*

### Reclassement

Se dit d'une cession de participation au sein du même groupe d'investisseurs ou auprès d'investisseurs extérieurs (cession secondaire ou cession de portefeuille).

*Cf. Guide CHAPITRE 4.3*

### Redeemable Shares

*Voir Actions remboursables*

### Registration Rights

Droits perçus à l'occasion de l'introduction en bourse des titres d'une société sur des marchés boursiers aux Etats-Unis. Il est d'usage que ces droits soient payés par la société, et les investisseurs qui envisagent une telle cotation sur un marché nord-américain demandent que cette prise en charge soit confirmée dans le pacte d'actionnaires de la société.

### Relution

Augmentation de la quote-part détenue par un actionnaire dans le capital d'une société. Contraire de Dilution

### Répartition préférentielle du prix

Mécanisme de répartition du prix donnant à certaines catégories d'actions, dites actions de préférence, une priorité dans la répartition du prix de cession. La mise en œuvre de dispositifs de répartition préférentielle du prix peut conduire à une forte disparité entre la répartition des actions et la répartition du prix de cession des actions.

Des mécanismes du même ordre peuvent organiser la répartition du boni de liquidation. La forme juridique de ces dispositifs est variable : statutaire, conventionnelle... Les principes organisant la préférence sont eux-mêmes variables : priorité simple ou à multiple ; priorité non cumulative, c'est-à-dire avec rattrapage (catch-up) ou cumulative, c'est-à-dire sans rattrapage (double dip) ; première priorité au cash investi, etc. Des exemples de divers dispositifs de répartition préférentielle du prix de cession sont donnés dans ce guide.

*Cf. Lettre d'intention type § 6  
Cf. Guide CHAPITRE 3.3*

## S

### Scalabilité

Désigné la capacité d'une start-up à adapter son offre à un changement d'ordre de grandeur de la demande.

### Seed

Du verbe anglais « semer ».

Désigne le premier tour de table dont l'objectif vise à financer la validation marché à plus grande échelle et la recherche d'un financement complémentaire.

*Voir Capital-innovation*

### Séquestre

En anglais *Escrow*.

Pratique de plus en plus répandue dans le cadre des cessions de participations, consistant à bloquer sur un compte bancaire une partie du prix de cession pendant une durée déterminée et à certaines conditions. Les sommes qui seraient finalement dues par les vendeurs au titre des déclarations et garanties consenties à l'acheteur sont alors directement prélevées sur le séquestre.

Le séquestre est géré par un tiers, généralement une banque.

Bien que plus complexe à organiser et plus coûteux qu'une simple garantie de passif, le séquestre se révèle parfois incontournable, les FCPI, FIP et certains FCPR ne pouvant pas donner de garantie.

*Cf. Guide CHAPITRE 4.2.4*

### Séries

En processus de levée de fonds, les séries ou tours de table correspondent à une étape de vie de l'entreprise ou au nombre de levées de fonds déjà réalisées.

- Série A : intervient après le seed, il s'agit du deuxième tour de table. Elle vise à faciliter l'adaptation de l'offre de l'entreprise pour faire face à un changement d'ordre de grandeur de la demande (ou « scalabilité ») et à s'assurer de sa rentabilité ;

- Série B : intervient après la série A, elle correspond au troisième tour de table. Elle vise à confirmer la « scalabilité » de la start-up et à mettre en place un business model cohérent ;

- Série C : intervient après la série B, elle a pour objectif de permettre à une entreprise d'accélérer rapidement son développement en mettant en place une stratégie commerciale plus offensive

tout en multipliant ses actions en vue d'accroître ses parts de marché. Cette phase vient diluer fortement les premiers investisseurs.

*Voir Scalabilité, Seed, Capital-innovation, Capital-amorçage*

### **SPA (Share Purchase Agreement)**

*Voir Contrat de cession, Protocole d'investissement.*

### **Société anonyme (SA)**

La société anonyme est une forme de société par actions, qui peut demeurer privée ou être cotée sur une bourse de valeurs.

La SA peut être financée par l'émission de tous types de titres de capital (actions ordinaires et actions de préférence), valeurs mobilières donnant accès au capital et obligations.

Son fonctionnement est très précisément réglementé par le Code de commerce (articles L. 225-17 à L. 225-270).

La SA est organisée soit avec un président, un directeur général et un conseil d'administration, soit avec un directoire et un conseil de surveillance.

Les actionnaires délibèrent en assemblées générales. En principe, les droits des actionnaires sont proportionnels à leur quote-part du capital, sous réserve des droits particuliers attribués aux actions de préférence ou prévus dans les pactes d'actionnaires.

*Cf. Guide CHAPITRE 2.4.1*

### **Société par actions simplifiée (SAS)**

La société par actions simplifiée est une forme de société par actions, moins réglementée que la société anonyme (SA) et donc pouvant être organisée plus librement pour tenir compte des besoins de l'entreprise et des associés.

La SAS peut être financée par les mêmes moyens que la SA (actions, valeurs mobilières donnant accès au capital, obligations).

Toutefois, elle ne peut pas offrir ses titres au public et donc ne peut être introduite en bourse sur les marchés réglementés : il est alors nécessaire de la transformer en SA.

La SAS peut être dirigée soit par son seul président, soit par une organisation collégiale pouvant s'inspirer du conseil d'administration ou du conseil de surveillance. Le mode de décision est défini par les statuts et peut prévoir des conférences téléphoniques, des majorités renforcées, des droits spécifiques de représentation...

Les associés prennent les décisions collectives dans les conditions (notamment de majorité) librement définies par les statuts.

La SAS est régie par les articles L. 227-1 à L. 227-20 du Code de commerce. Les statuts doivent clairement préciser le mode de fonctionnement et les droits des associés, qui ne sont pas prévus par la loi.

*Cf. Guide CHAPITRE 2.4.1*

### **Société de Capital-innovation (SCR)**

Créées en 1985, ces sociétés sont des sociétés de capitaux dédiées au capital-investissement, qui, comme les FCPR, bénéficient d'un statut fiscal privilégié pour autant qu'elles investissent à minima un quota de 50% dans des titres non cotés. D'autres exigences en termes de diversification des prises de participations encadrent l'activité des SCR. Les SCR restent le deuxième véhicule de capital-investissement le plus utilisé en France.

*Voir SIBA*

### **Sociétés de Gestion de Portefeuille (SGP)**

La société de gestion de portefeuille (ou general partner (GP)) est la personne morale à qui l'investisseur (ou LP) confie des fonds pour les investir.

La SGP est agréée par l'Autorité des marchés financiers. A ce titre, celle-ci doit respecter des exigences notamment en termes d'organisation et de fonds propres en lien avec son statut réglementé.

La société de gestion de portefeuille prend les décisions de gestion du fonds, notamment les décisions d'investissement, sous sa propre responsabilité. La plupart des fonds d'investissement alternatifs en France prennent la forme de véhicules gérés par une société de gestion de portefeuille (notamment les FPCI).

### **Sociétés de libre partenariat (SLP)**

Créées en 2015 par la loi Macron, les sociétés de libre partenariat (SLP) sont des fonds d'investissement alternatifs destinés aux investisseurs professionnels régies par le code monétaire et financier. Elles prennent la forme juridique de société en commandite simple dont les modalités de fonctionnement ont été adaptées aux véhicules d'investissement collectif et sont similaires aux limited partnership de droit anglo-saxon. Leur fiscalité est identique à celle des FPCI.

*Voir FPCI*

### Sociétés d'Investissement de Business Angels (SIBA)

Les Sociétés d'Investissement de Business Angels ou SIBA sont constituées sous la forme par exemple de sociétés par actions prenant souvent le statut de société de Capital-innovation en vue de mettre en commun entre plusieurs personnes physiques appelées Business Angels leurs investissements ou de compléter leurs investissements individuels.

Les SIBA ont pour objet la détention de participations et ont en capital les sommes versées par les personnes physiques Business Angels qui seront ensuite investies dans une ou plusieurs entreprises et ce, en un ou plusieurs fois.

Les SIBA ne sont pas définies par la loi et répondent aux règles de droit commun du droit des sociétés en fonction de la forme choisie.

*Voir sociétés de Capital-innovation (SCR)*

### Sortie conjointe (proportionnelle et/ou totale) (tag along ou co-sale right)

Clause figurant dans les pactes d'actionnaires ou dans les statuts et permettant à un actionnaire de vendre tout ou partie de ses actions aux mêmes conditions que celles offertes à un autre actionnaire (sous réserve des mécanismes de répartition préférentielle).

Le droit de sortie peut être total : si des actionnaires décident de vendre leurs actions, les autres actionnaires ont le droit de céder toutes leurs actions. Ce type de droit de sortie est déclenché notamment en cas de changement de contrôle, de prise d'une minorité de blocage ou dans le cas où les fondateurs cèdent une fraction de leur participation plus ou moins importante selon les cas.

Le droit de sortie peut être proportionnel : si un actionnaire trouve à céder 100 actions, un actionnaire détenant 10 % du capital pourra céder 10 actions. Le nombre d'actions cédées par le premier actionnaire est réduit d'autant (droit de sortie en dedans). D'autres mécanismes proportionnels sont basés sur le pourcentage de détention et/ou forcent la cession d'un nombre supérieur d'actions (droit de sortie en dedans). Cette disposition rend plus difficile le reclassement d'actions.

*Cf. Lettre d'intention type Annexe F § 3 et 4*

### Sortie forcée (drag along)

Clause figurant dans les pactes d'actionnaires ou dans les statuts et permettant de vendre 100 % du capital à un acquéreur potentiel.

L'idée est que si une offre portant sur 100 % du capital est présentée par un acquéreur, et si cette offre est acceptée par des actionnaires détenant une forte majorité du capital (usuellement supérieure à 75 %), les autres actionnaires sont forcés de céder leurs actions aux mêmes conditions (sous réserve des mécanismes de répartition préférentielle).

Cette clause est importante en capital-innovation parce que la plupart des acquéreurs industriels ou financiers souhaitent détenir au moins 95 % du capital (pour intégrer fiscalement la société), voire 100 % (pour éviter d'avoir à gérer des minoritaires).

La liquidité de la participation des actionnaires dépend donc de la possibilité d'assurer à l'acquéreur l'acquisition de la totalité du capital.

*Cf. Lettre d'intention type Annexe F § 5*

### Sounding board

Comité consultatif et organe de réflexion

### SPA (Share Purchase Agreement)

Contrat de cession.

### Statuts

Document constitutif et d'organisation de la société. Les statuts sont adoptés lors de la constitution et peuvent être modifiés en cours de vie sociale par les actionnaires, en AGE.

Les statuts prévoient une série de stipulations obligatoires (dénomination, siège, capital, durée, ...) et incorporent certaines règles d'organisation (mode d'administration, droits particuliers attachés aux actions, ...).

Les statuts peuvent être plus ou moins développés selon le type de société (SAS ou SA).

En Capital-innovation, ils sont usuellement complétés par un pacte d'actionnaires

### Sûretés

Garanties fournies par une personne pour l'exécution d'une obligation (nantissement d'actions ou de biens, cautionnement...).

Dans le cas général, le financement en Capital-innovation n'est pas garanti par des sûretés, sauf dans le cas des venture loans.

Mais les investisseurs bénéficient usuellement des déclarations et garanties des fondateurs lors de leur entrée dans la société, et il peut arriver que des montages spécifiques nécessitent la mise en place d'un nantissement d'actions ou d'autres garanties.



### Système multilatéral de négociation (SMN)

En anglais Multilateral Trading Facility

Système permettant l'échange d'instruments financiers, géré par un prestataire de service d'investissement ou une entreprise de marché.

Etablies par les gérants, les règles de fonctionnement de ces systèmes doivent être au préalable transmises à l'AMF.

Les SMN ne constituent pas des marchés réglementés.

Voir *Marché réglementé*

## T

### Table de Capitalisation

Tableau décrivant la répartition du capital de la société avant et après réalisation de l'investissement, en tenant compte des mécanismes dilutifs existants ou devant être mis en place (Pleinement dilué).

Voir aussi Pre-Money Valuation, Post-Money Valuation, Pleinement dilué, Non dilué.

Un exemple est fourni CHAPITRE 1.2.4 Cf. *Lettre d'intention type Annexe B*

### Tag along

Voir *Sortie conjointe*.

Cf. *Lettre d'intention type Annexe F § 3 et 4*

Taux de rendement interne (TRI) Taux mesurant la rentabilité annualisée moyenne d'un investissement constitué de flux négatifs (décaissements) et de flux positifs (encaissements).

Le taux de rendement interne (TRI) est le taux d'actualisation qui permet de ramener la valeur actuelle nette (VAN) d'un investissement à zéro. La VAN est égale à la somme des cash-flows actualisés positifs et négatifs de l'investissement.

Formules :

$n$

$$VAN = S CF_t = CF_0 + CF_1 + CF_2 + \dots + CF_n$$

$$t = 0 \quad (1+a)^t \quad (1+a)^2 \quad (1+a)^n$$

$CF_t$  : cash-flow de la période  $t$  (encaissements/décaissements)

$n$  : durée de l'investissement (nombre d'années)

$t$  : années, à compter de la date du premier investissement (année 0) jusqu'à la cession définitive de l'investissement (année  $n$ ).

$a$  : taux d'actualisation

Le calcul, ici présenté en années, pourra s'effectuer plus précisément en fonction des dates exactes d'encaissement/décaissements.

À titre d'exemple, le calcul du TRI pourra être effectué de manière immédiate à l'aide de la fonction « TRI.PAIEMENTS » du logiciel Microsoft Excel Windows qui reprend les flux nets et les dates exactes de chaque flux. En effet cette fonction permet de calculer le TRI d'une série de flux financiers dates (jour/mois/an).

### Teaser

Voir *Présentation résumée*

### Term Sheet

Voir *Lettre d'intention*.

### Tour décoté

En anglais down round. Tour de financement réalisé sur la base d'une valorisation de la société inférieure à celle du tour précédent.

Événement qui peut déclencher les mécanismes anti-dilution de types weighted average ratchet ou full ratchet.

Voir *Coup d'accordéon, Recapitalisation*. Cf. *Guide CHAPITRE 3.2*

### Tranches

Réalisation de l'opération d'investissement en plusieurs étapes, celles-ci pouvant être ou non conditionnées par l'atteinte de certains objectifs (Milestones).

Cf. *Lettre d'intention type § 2*  
Cf. *Guide CHAPITRE 3.1*

### Tribunal compétent

Les litiges, et par exemple ceux opposant les actionnaires d'une société entre eux ou à la société, sont tranchés par les tribunaux de l'ordre judiciaire, sauf quand les parties ont recours à l'arbitrage (clause compromissoire). Les règles de compétence des tribunaux (juridiction civile ou commerciale, française ou étrangère, ressort territorial) dépendent du type de litige et des personnes concernées.

Cf. *Lettre d'intention type § 13*

## V

### Valeurs mobilières donnant accès au capital (ou VMDAC)

Titres négociables émis par la société et donnant le droit à leurs titulaires de recevoir ultérieurement des titres de capital (actions ordinaires ou actions de préférence).

Il peut s'agir de bons de souscription d'actions (BSA), d'obligations convertibles ou remboursables (OCA ou ORA), de titres composés d'une action et d'un ou plusieurs BSA (ABSA) ou d'obligations avec BSA attachés (OBSA). L'accès au capital se réalise par la souscription d'actions sur exercice des bons, par la conversion de VMDAC ou le remboursement en actions, dans les conditions définies par l'AGE émettant les VMDAC. Les titulaires de VMDAC sont regroupés en masse et disposent de certains droits en cas d'opérations ultérieures sur le capital ou de certaines modifications des Statuts.

Les VMDAC sont régies par les articles L. 228-91 et suivants du Code de commerce.

### Valorisation

*Voir Pre-Money Valuation, Post-Money Valuation, Table de capitalisation, Ajustement du prix*

### Venture Loan

Financement d'une société par recours à un emprunt gagé sur les éléments d'actif de la société. Cet emprunt est remboursé en général à moyen terme avec une priorité absolue sur tous les autres modes de financement. Le taux d'intérêt d'un venture loan se situe entre le coût d'une dette bancaire classique (lequel reste inaccessible pour une société n'ayant pas atteint son seuil de rentabilité), et le taux de rendement interne attendu par un investisseur.

*Cf. Guide CHAPITRE 3.1.2*

### Vesting

Acquisition progressive des droits. Les BSPCE attribués aux dirigeants et salariés dans le cadre des plans d'intéressement deviennent progressivement exerçables selon un calendrier tenant compte de la durée de présence des bénéficiaires dans la société (par ex., 25 % par an pendant 4 ans), et le cas échéant de critères de performance.

En cas de départ, les dirigeants ou salariés perdent les droits non acquis (non « vestés ») et doivent exercer les droits acquis dans un délai déterminé. Il est usuellement prévu des cas d'« accélération » du vesting, par exemple en cas de sortie (fusion, cession, introduction en bourse...), entraînant l'exercice instantané (ou la perte) des droits.

*Voir départ des fondateurs  
Cf. Lettre d'intention type § 4  
Cf. Guide CHAPITRE 1.2.4*

## W

### Wash Out

*Voir Coup d'accordéon*

### Weighted Average Ratchet

Un mécanisme de weighted average ratchet consiste à ramener le prix de revient d'un investissement de son prix d'origine à un prix correspondant à la moyenne (pondérée par les montants levés) entre le prix d'origine et le prix du (ou le cas échéant des) tour(s) ultérieur(s) décoté(s). On prendra généralement en compte la taille respective des tours et le prix d'émission unitaire de chaque titre. Le weighted average a des conséquences moins relatives pour son bénéficiaire que le Full ratchet.

*Voir aussi Ajustement du prix.  
Cf. Guide CHAPITRE 3.2.3  
Cf. Lettre d'intention type § 7*

## CONTRIBUTION ET REMERCIEMENTS

La rédaction de ce Guide a été coordonnée par : Pierre-Louis Perin, Avocat associé Reed Smith et France Vassaux d'Azémar de Fabrègues, Directrice générale adjointe de France Invest.

Ont activement participé aux travaux du groupe de travail sur le Guide :

Christophe Baert – *Chabrierie Baert Associés AARPI*  
 Stéphanie Bréjaud – *Chammas & Marcheteau*  
 Hervé Coindreau – *Bpifrance Investissement*  
 Thomas Galloro – *IDF Capital*  
 Fabienne Girard – *Bpifrance Investissement*  
 Aurélie Girod – *Euronext*  
 Etienne Jacquelin – *Business Angels des Grandes Écoles*  
 Olivier Michelin – *Idinvest Partners*  
 Jérôme Snollaerts – *Cap Décisif*  
 Jean-Philippe Zoghbi – *Sofimac Innovation*  
 Sophie Paquin – *Bpifrance Investissement*

Ont également participé aux travaux :

Lola Chammas – *Chammas & Marcheteau*  
 Pierre de Fouquet – *Iris Capital*  
 Xavier Faure – *SPRING INVEST*  
 Fabien Inglese – *ORANGE*  
 Xavier Lazarus – *ELAIA Partners*  
 Dominique Rencurel – *360° Capital Partners*

Ont été interviewés pour la rédaction du guide :

Benoît Bazzochi – *Smartangel*  
 Stéphanie Savel – *WiSEED* et présidente de *Financement Participatif France*, association regroupant une grande majorité de plateformes de crowdfunding  
 La Commission Capital-Innovation est présidée par Jérôme Faul, Innovacom Innovation avec comme vice-président Philippe Herbert, Kréaxi

Tous nos remerciements aux contributeurs et acteurs qui avaient déjà travaillé sur la précédente édition et, notamment à Pierre de Fouquet, Iris Capital, Ancien Président de France Invest et initiateur de ce Guide des Bonnes Pratiques, François Cavalié, Denis Champenois, Alain Caffi et Paul Tholly,

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

Sont également remerciés les permanents de France Invest et spécialement France Vassaux-d'Azémar de Fabrègues.



La Commission Capital-Innovation de France Invest  
tient à remercier



pour leur soutien  
à la production de ce Guide.

23, rue de l'Arcade  
75008 Paris  
[www.franceinvest.eu](http://www.franceinvest.eu)