

L'arrivée d'un investisseur au capital

► Par Thomas BUFFIN, avocat spécialiste en droit des sociétés, ancien Bâtonnier.

Dans le cadre des projets de transmission, la nécessité de bénéficier de fonds propres oblige le dirigeant à faire appel à des investisseurs.

Ces investisseurs, bien souvent appelés "investisseurs financiers", sont notamment, soit :

- Des investisseurs institutionnels (fonds de développement, fonds de croissance, fonds d'investissement).

- Des investisseurs privés, soit amis ou membres de la famille (love money), soit à la recherche d'investissements défiscalisés (investissements déductibles de l'impôt sur le revenu, de l'ISF), soit à la recherche d'opportunités.

La nécessité de faire appel à ces investisseurs privés est liée :

- Soit à un besoin de fonds propres permettant de lever une dette dans le cadre d'une opération de LBO,

- Soit aux fins de financer un projet de développement (entreprise de recherche) ou de mettre en place une nouvelle structure, ou encore de développer un réseau commercial...

L'arrivée de l'investisseur peut se faire par plusieurs moyens

juridiques qui peuvent se cumuler :

- Soit par une prise ferme et définitive au capital, en l'espèce par exemple, augmentation de capital,

- Soit par la souscription de valeurs mobilières plus complexes de type obligations convertibles, obligations avec bon de souscription d'actions, obligations avec rachat d'actions, actions avec bon de souscription d'actions...

- Soit au travers de prêts ou d'apports en compte courant.

L'arrivée de l'investisseur pose une première question fondamentale : la valeur de l'entreprise avant l'investissement, dite "pré-monnaie". Cette valeur permettra de calculer la proportion du capital à laquelle aura droit l'investisseur en fonction de son apport.

Cette évaluation doit toujours faire l'objet d'une analyse spécifique et il est conseillé de faire appel à un professionnel du chiffre pour effectuer cette évaluation. Cette évaluation permettra une discussion sur des bases solides avec l'investisseur, qui aura, par nature,

tout intérêt à tenir compte d'une évaluation la plus basse possible pour valoriser au mieux son investissement.

Une fois que les parties se sont mises d'accord sur les modalités de l'arrivée de l'investisseur, reste à définir le cadre du partenariat.

L'investisseur, le plus souvent minoritaire, a tout intérêt à obtenir un nombre de droits plus importants au travers d'un pacte d'actionnaires. Ce pacte aura pour nature de protéger l'investisseur minoritaire.

Dans le cadre des SAS, il est possible désormais d'insérer les clauses d'un pacte au sein des statuts. La plupart des investisseurs y sont plutôt réticents en raison de l'absence de confidentialité des statuts.

Ces pactes d'actionnaires contiennent les clauses usuelles suivantes :

1. Restriction au transfert de valeurs mobilières :

Les actionnaires majoritaires souhaitent pouvoir conserver au mieux leur participation majoritaire au sein du capital.

Les actionnaires minoritaires souhaitent pouvoir sortir le plus rapidement possible et éventuellement contrôler l'arrivée d'un nouvel actionnaire.

Ces objectifs entraînent la mise en place des clauses suivantes :

- clause d'agrément : cette clause permet d'empêcher l'entrée de nouveaux actionnaires dans le capital social en sollicitant l'autorisation de la société pour céder ses titres à l'acquéreur identifié. Cette clause permet également que la société rachète les titres de l'actionnaire cédant.

- clause de préemption : cette clause impose à l'actionnaire cédant de notifier aux autres actionnaires son intention de céder, donnant à ces derniers un droit de préemption pour acquérir les titres en lieu et place du tiers.

- clause de plafonnement : certains associés peuvent s'engager à ne pas augmenter leur participation au-delà d'un certain seuil.

- clause d'antidilution : certains associés peuvent souhaiter ne jamais descendre, ou, à tout le moins, d'avoir le choix de ne pas descendre, au-dessous d'un certain niveau de capital.

2. Les clauses donnant des droits politiques aux actionnaires :

- clauses d'informations privilégiées : ces clauses sont fréquentes. Elles permettent de donner, outre les droits courants d'information, des droits complémentaires sur un certain nombre d'informations : reporting de façon régulière, partici- ▶▶▶

▷▷▷ pation à des organismes de contrôle ou de gestion et autres comités ad hoc.

- clauses de désignation de dirigeant et de conditions de leur révocation, permettant par exemple de donner à un actionnaire financier un droit de veto.

- système d'autorisations préalables : dans certaines opérations, avec le risque cependant que soit étendue à l'actionnaire investisseur une éventuelle responsabilité pour acte de gestion.

- clauses de majorité renforcée : pour certains types de décisions.

- conventions de vote faites entre deux actionnaires prévoyant que les deux actionnaires s'engagent à voter de la même façon tel type de décision.

3. Clauses restrictives à l'égard des actionnaires fondateurs :

Bien souvent, l'investisseur financier demande à l'investisseur d'origine, afin de garantir que ce dernier s'occupera de son investissement :

- une clause d'exclusivité, lui interdisant de s'occuper d'autres affaires,

- une clause de non-concurrence, tant pendant la durée de sa participation au capital que dans un laps de temps plus ou moins long après son départ.

La clause de non-concurrence a fait l'objet, cepen-

dant, d'une remise en cause, par un arrêt de la Cour de cassation en date du 15 mars 2011, qui exige désormais que, même dans les rapports entre actionnaires, les clauses de non-concurrence doivent donner lieu à indemnisation au profit des salariés actionnaires.

4. Clauses diverses :

Il est de plus en plus fréquent de retrouver des clauses anti-blanchiment ou des clauses éthiques.

La clause de compétence peut avoir son importance.

Doit-on choisir une juridiction commerciale ou l'arbitrage et si oui, l'arbitrage fonctionne-t-il en amiable composition ou en droit ? Chaque cas est différent.

La durée du pacte est également une des conditions importantes. Celle-ci est bien souvent fonction de la durée pendant laquelle les investisseurs souhaitent rester au capital.

5. Les clauses de sortie :

Comme il l'a été rappelé, l'un des objectifs des investisseurs, notamment institutionnels, est de réaliser la meilleure performance au travers d'un taux de rendement interne (TRI) le plus élevé possible et dans un laps de temps le plus court possible.

Bien souvent, les investisseurs souhaitent que leur investissement dans la société dure entre 5 et 7 ans.

C'est dans ces conditions que sont négociées des clauses

permettant aux investisseurs, indépendamment même de ce délai, de pouvoir sortir dès qu'une opportunité se présente.

Les clauses de sortie peuvent être résumées de la façon suivante :

- clause de sortie proportionnelle : la cession ne porte que sur un pourcentage des actions et les autres actionnaires ont droit de sortie dans les mêmes proportions.

- Clause d'entraînement : les actionnaires majoritaires peuvent répondre à une offre portant sur l'intégralité des titres de la société en forçant les autres actionnaires à céder leurs titres.

- Clause de sortie prioritaire : un des actionnaires peut céder ses titres par priorité aux autres membres du pacte.

- Promesses de vente : des promesses de vente peuvent être passées, faisant obligation à un actionnaire de racheter les titres d'un autre.

L'ensemble des clauses des droits de sortie posent une question importante : le prix auquel les actions vont être rachetées.

Il est important de prévoir au protocole les conditions du prix de rachat, afin d'éviter des discussions longues et délicates au moment où les clauses doivent être mises en application.

Bien souvent, est également prévu un droit de suite permettant à l'actionnaire minoritaire sortant d'éviter que, quelques mois plus tard, ses

actions soient vendues à un prix avec forte plus-value.

Le pacte d'actionnaire prévoit également bien souvent des clauses dites "clauses de rendez-vous". Ces clauses obligent les parties à se rencontrer pour examiner à l'issue du terme que l'investisseur financier avait fixé pour sa durée dans le cadre du capital de la société, les conditions éventuelles de sa sortie

Des clauses de sortie peuvent être dites "non engageantes" dans l'hypothèse où aucune obligation de rachat de tout ou partie des titres de la société n'est prévue, ou "engageantes" dans l'hypothèse où l'investisseur, à défaut de solution pour sortir, doit vendre ses titres ou la totalité des titres de la société.

Le pacte d'actionnaires est un acte complexe qu'il convient de préparer avec grand soin en fonction des besoins et des intérêts des parties.

Il ne me semble pas qu'il existe de pacte d'actionnaires type. Chaque pacte donne lieu à discussion.

Le pacte est un acte juridique particulièrement difficile à rédiger, compte tenu des différentes hypothèses posées par chacun des actionnaires. Ce pacte peut donner lieu d'ailleurs à de longues discussions, plus les parties sont nombreuses.

Ce document paraît en toute hypothèse totalement indispensable et assure une protection incontestable de l'actionnaire minoritaire, mais également du majoritaire dans un certain nombre de cas.