

Cessions des participations du portefeuille les bonnes pratiques

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 ce peut être aussi un temps de tensions et de difficultés à surmonter.

Pour l'investisseur en capital, vendre est une finalité évidente dès le départ. Pour les managers, c'est une perspective parfois moins bien assimilée. Or, il n'y a pas de bonne sortie sans dirigeants motivés. Il est donc recommandé d'aborder ce sujet dès avant l'investissement afin de :

- préciser le caractère temporaire de l'investissement,
- mettre en place les clauses appropriées dans le pacte d'actionnaires,
- prévoir, si nécessaire, les mécanismes d'intéressement du management et des salariés au prix de cession.

Au moment où la cession s'organise, il est souvent utile de détailler le processus de cession de sorte que les dirigeants ne soient pas surpris de son articulation, de sa durée, de son aspect chronophage, voire des conflits d'intérêts potentiels qu'il peut engendrer avec les actionnaires. En effet, pour les dirigeants, il s'agit souvent de leur première sortie et certains aspects peuvent les surprendre, notamment quand toutes les parties ne sont pas traitées de manière égalitaire (partage du prix, garantie de passif, honoraires liés à la transaction).

Cette note présente le résultat des travaux menés sur la période 2007 – 2008 par le groupe de travail « Bonnes Pratiques » de la Commission Venture de l'AFIC dont les membres sont tous des praticiens, investisseurs ou conseils, confrontés régulièrement à ces problématiques. Ils ont recueilli l'avis de spécialistes et ont synthétisé leurs expériences sur les thèmes suivants :

- rôle des actionnaires à l'occasion d'une cession de participation,
- choix des conseils (banques d'affaires, avocats, auditeurs) et organisation des relations avec eux,
- maîtrise du processus de cession,
- structure et contenu des accords de cession.

De nombreux développements qui suivent peuvent s'appliquer aux sorties de tout type, mais ils sont centrés sur le cas d'une vente de la totalité du capital d'une entreprise à un acquéreur de type industriel. Il convient d'adapter ces réflexions selon les circonstances, et notamment en cas de vente partielle, de cession de portefeuille ou encore d'introduction en bourse.

Cette note se place dans la continuité des travaux déjà menés par la Commission Venture de l'AFIC, au sein de son groupe « Bonnes Pratiques » sur la prise de participation et sur la gouvernance des entreprises du portefeuille. Elle a un objectif pédagogique, notamment pour les jeunes professionnels du Capital Risque, mais peut également intéresser l'ensemble des parties prenantes à ce type d'opérations : entrepreneurs et dirigeants d'entreprise, professionnels des cessions d'entreprise (banques d'affaires, avocats, auditeurs). Cette note leur présente les pratiques professionnelles promues par l'AFIC en vue de la cession des participations du portefeuille des investisseurs en Capital Risque.

1. RÔLES RESPECTIFS DES ACTIONNAIRES ET DE LEURS REPRÉSENTANTS DANS UN PROCESSUS DE CESSON

■ Les actionnaires et les investisseurs en capital

- En droit français, seuls les actionnaires sont compétents pour décider finalement de céder leur participation dans une entreprise donnée. C'est pourquoi les clauses 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).

- Avant même de déclencher les mécanismes juridiques dont ils disposent et afin de préparer les étapes à venir, les investisseurs en capital ont un rôle particulier à jouer. Ils peuvent :
 - > dialoguer avec les dirigeants et les autres actionnaires (fondateurs, *business angels, friends and 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),

- > le cas échéant, mettre les dirigeants en relation avec des homologues ayant déjà eu l'expérience de tels parcours, pour un partage d'expérience,
- > faire jouer leurs réseaux pour améliorer la visibilité de l'entreprise.

■ Le conseil d'administration/de surveillance

- Le conseil d'administration ou de surveillance d'une entreprise de droit français n'a 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.
- Mais il est légitime que le conseil suive le processus de cession :
 - > 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 investisseurs en capital au conseil d'administration ou de surveillance peuvent alors aider les dirigeants à analyser la situation de l'entreprise 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 l'entreprise,
 - vérification que l'entreprise dispose des financements nécessaires jusqu'à la cession.
 - > 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 l'entreprise.

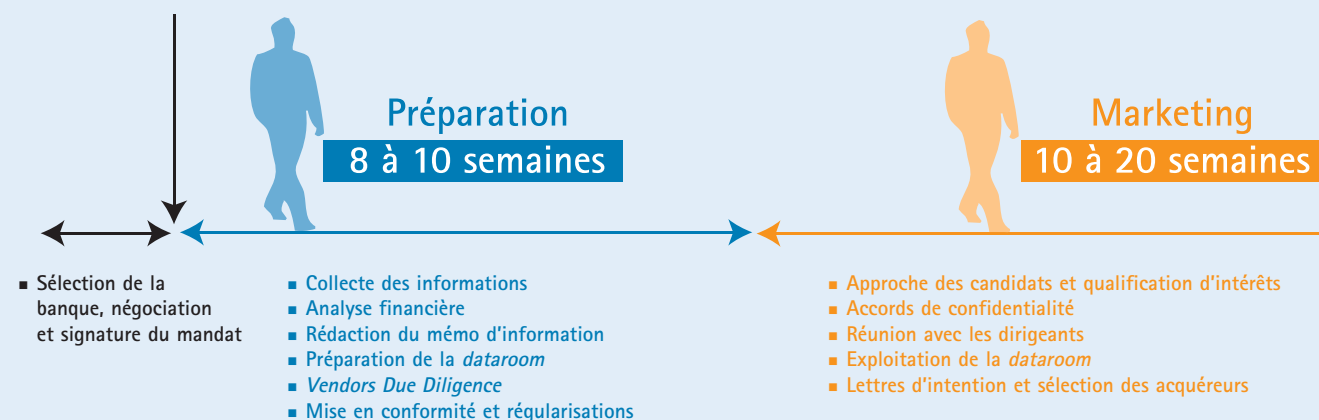
- > Sur le plan juridique, les dirigeants et le conseil d'administration ou de surveillance veillent au respect des obligations légales (information et consultation du comité d'entreprise, mise en œuvre des plans d'intéressement des salariés, accords préalables éventuels des autorités –concurrence, secteurs réglementés– ou des co-contractants –en cas de clause de changement de contrôle–).

2. CHOIX DES CONSEILS – TERMES DU MANDAT

■ Choix de l'intermédiaire financier (la « banque d'affaires »)

- Il est important que les investisseurs s'impliquent dans la relation avec la banque d'affaires, 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.
- Critères du choix :
 - > 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 / clause de protection contre les conflits d'intérêts / organisation d'une « muraille de Chine »,
 - > conditions tarifaires.
- Prévoir le cas échéant un double mandat à la même banque :
 - > l'un donné par l'entreprise pour les recherches de partenariats, la fusion totale ou partielle, la levée de fonds,
 - > l'autre donné par les actionnaires (ou les principaux d'entre eux) en vue de la cession de leur participation.

Lancement Mandat de la Banque



La durée de chaque étape est donnée à titre indicatif. Elle variera en fonction du type d'acheteur, de leur nombre et de

Selon la nature de l'opération qui sera finalement réalisée, l'une (l'entreprise) ou les autres (les actionnaires) supporteront tout ou partie des honoraires.

■ Les termes du mandat avec la banque :

- > La banque prend un engagement de moyen et non de résultat : elle 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 période de 3 mois, parfois plus courte quand les candidats acquéreurs sont bien identifiés ou sont peu nombreux (limites sectorielles ou géographiques), 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 de la banque, négligence ou résultats insuffisants), le préavis, les conséquences financières.
- > Il faut en particulier bien encadrer le « droit de suite » donnant droit à la banque de percevoir tout ou partie des honoraires prévus en cas de transaction réalisée après la fin du mandat, le cas échéant, avec l'un des contacts identifiés et/ou approchés par la banque : 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,...
- > Les mandats proposés par les banques comprennent fréquemment des clauses limitant drastiquement la responsabilité de la banque elle-même et imposant aux mandants (l'entreprise et/ou ses actionnaires) d'indemniser la banque contre tout dommage résultant du mandat. Il faut faire très attention à ces clauses qui doivent être négociées car elles peuvent mettre en péril les mandants (notamment lorsqu'elles imposent des responsabilités illimitées à des FCPR ce qui est interdit

par la réglementation). Il faut également faire particulièrement attention à ces clauses quand le mandat est soumis à un droit autre que le droit français.

- > 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.

■ Fees :

- > « *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.

■ Choix du conseil juridique (avocats)

■ Critères du choix :

- > connaissance des termes et conditions usuels, des pratiques et des contraintes réglementaires propres aux intervenants (FCPR - FCPI),

Acceptation de l'offre



- Travail de *due diligence* des acquéreurs
- Acceptation d'une offre
- Exclusivité
- Rédaction des actes

Réalisation de la cession



- Négociation de la documentation juridique
- Signature du contrat de cession et des annexes
- Coordination de la levée des conditions suspensives
- Vente et paiement
- Eventuelles clauses de séquestres, garanties de passif, *earn out*.

leur « appétit », du niveau de préparation de l'entreprise, de la disponibilité des dirigeants et de l'efficacité des conseils.

- > *track record* et références, connaissance sectorielle, connaissance des problématiques particulières de l'entreprise cible (propriété intellectuelle, secteurs réglementés,...),
 - > profil généraliste (« chef d'orchestre ») ou spécialiste,
 - > ouverture internationale, notamment en cas d'acquéreur non français,
 - > capacité à gérer la relation entre les différents intervenants (du côté des vendeurs et avec l'acquéreur).
- **Faut-il un ou plusieurs conseils ? :**
 - > 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.). 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 liées à certaines d'entre elles (structuration fiscale, contrat de travail d'un vendeur, etc.).

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.

■ Travail préparatoire

- **Marketing :** rédaction d'un memorandum d'information (*information memorandum* et *executive summary*) et d'une liste de contacts. Documents à établir par la banque 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.
- Identifier les situations potentiellement difficiles, dès 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 divorces ou succession d'actionnaires (indivisions, enfants mineurs, incapacités),
 - > 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.
- **Avec l'avocat choisi pour accompagner l'opération :**
 - > passer en revue les secteurs sensibles (propriété intellectuelle, droit du travail, litiges en cours,...),
 - > pratiquer des opérations de régularisation (notamment mise à jour de la documentation *corporate*),
 - > revoir les documents préparatoires (accords de confidentialité).
 - 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 (NDA : *non disclosure agreement*) : 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. Selon le cas, on prendra un modèle unique, proposé par la banque d'affaires ou les avocats, ou l'on négociera celui du candidat acquéreur. Cet accord peut comporter des clauses de non-sollicitation destinées à protéger l'entreprise 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 (entreprises 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 dans le cas où l'acquéreur se retire.

■ Gestion de l'information

- La préparation de la *dataroom* (liste de documents, classeurs) peut être réalisée en interne pour les plus petites entreprises, elle peut être déléguée à la banque, aux auditeurs externes ou aux avocats. La *dataroom* elle-même sera localisée dans l'entreprise, ou de préférence à l'extérieur, ce qui permet de mieux assurer la confidentialité et de ne pas perturber le fonctionnement de l'entreprise.
- Les *datarooms* électroniques permettent de gérer les droits d'accès et de suivre la consultation des documents. Une fois mises en place, elles présentent des avantages pour le vendeur mais sont assez lourdes à manier du côté des acquéreurs.

- Il est recommandé de conserver une copie complète de la *data room*, elle 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 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, seuls quelques dirigeants (PDG, directeur financier) et le banquier d'affaires,
 - > l'accès aux documents,
 - > les engagements de confidentialité des employés et conseils des candidats acquéreurs,
 - > la restitution ou la destruction des documents.

4. LA STRUCTURE DES ACCORDS ET LA RÉALISATION DE LA CESSIION

■ Il faut là encore maîtriser le calendrier

- Il est préférable de ne pas laisser s'écouler trop de temps 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 (*MAC : material adverse change*) 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 attendre le dénouement des opérations au-delà de leur date de liquidation).

■ Accords de partage du prix

- Le principe est que chaque actionnaire doit recevoir le même prix par action de l'entreprise 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 »,
 - > 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 du rôle particulier des dirigeants ou des actionnaires restants au capital.

- Toutes les composantes de la transaction doivent être arrêtées de manière transparente pour tous les actionnaires. On doit prendre garde que le prix d'achat global soit indûment réduit pour faire bénéficier une catégorie de vendeurs d'un avantage quelconque. Il faut notamment s'assurer de la transparence totale des accords conclus entre l'acheteur et les dirigeants de l'entreprise.

■ Garantie de passif

- Comme pour la plupart des transactions d'acquisition d'entreprises (non cotées), il est fréquent que 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. Le plafond peut ainsi être corrélé à une appréciation des risques, ce qui n'a pas de lien direct avec la valeur de l'entreprise ; raisonner en pourcentage du prix n'est pas forcément pertinent (même si cela reste fréquent).

- Les investisseurs en capital, qui gèrent des FCPR et des FCPI, sont soumis à des contraintes réglementaires particulières ce qui limite leur capacité à consentir des garanties de passif :

- > les gestionnaires de FCPI n'ont pas le droit de donner de garanties portant sur les entreprises dans lesquelles ils investissent,
- > les gestionnaires de FCPR et de 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 commande d'éviter toute solidarité de ces vendeurs entre eux et avec les autres,
- > ce type de restriction est souvent rappelé dans les pactes, sous forme de clauses annonçant par avance que les investisseurs en capital ne donneront pas de garantie de passif à l'occasion de la cession de leurs participations,
- > quand il existe dans une entreprise 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 l'entreprise.

- On peut donc recommander la mise en œuvre de schémas dans lesquels les déclarations sur l'entreprise 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 :

- > en cas d'inexactitude des déclarations, l'acquéreur peut récupérer une partie du prix correspondant au montant de son préjudice,
 - > le montant convenu est placé dans un compte séquestre ouvert auprès d'un tiers neutre (banque, avocat),
 - > à l'issue de la durée prévue, l'acquéreur et les vendeurs se partagent le montant séquestre en fonction des événements et des clauses prévues.
- Ces mécanismes doivent être soumis à des clauses de

franchises, plafonds, durée, et mécanismes de mise en œuvre, comme pour des garanties usuelles. Il est important de ne pas faire de simples déclarations sans préciser les conséquences en cas d'inexactitude : le déclarant pourrait être poursuivi pour fausses déclarations, sans limitation. De même, les clauses de procédure et d'information protègent les intérêts des parties. Dans ce domaine, l'ambiguïté n'est généralement pas recommandable.

- 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 les questions des frais, de responsabilité et de l'éventuelle rémunération de ce mandat.

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 cette présentation donne quelques exemples-, est la marque d'un professionnalisme pouvant profiter à tous les actionnaires et à l'entreprise.

LES AUTEURS

Sous la coordination de Pierre-Louis PERIN, avocat, *SJ Berwin*, avec la participation des membres du Comité Venture Bonnes Pratiques de l'AFIC et notamment de :

- François CAVALIE, *XAnge Private Equity*
- Thomas GALLORO, *IDF Capital*
- François FABIANI, *Carreras Barsikian Robertson*

INDICATIONS BIBLIOGRAPHIQUES

Voir aussi les travaux précédents de la Commission Venture – Groupe de travail « Bonnes Pratiques » de l'AFIC :

- Capital Risque – Guide de la lettre d'intention (2006)
- Capital Risque – Les bonnes pratiques de gouvernance des sociétés de portefeuille (2007)

On peut aussi se référer au Code de déontologie de l'AFIC et aux travaux de la Commission de déontologie de l'AFIC pour connaître les règles de bonne conduite à tenir tant entre investisseurs qu'entre les investisseurs et les entrepreneurs.

AFIC – ASSOCIATION FRANÇAISE DES INVESTISSEURS EN CAPITAL

L'AFIC regroupe l'ensemble des professionnels du Capital Investissement en France. Elle accompagne et facilite le développement du Capital Investissement français par son action dans les principaux domaines suivants :

- la mise au point et la diffusion de règles déontologiques qui encadrent l'exercice du métier,
- le dialogue avec les pouvoirs publics, afin d'améliorer le cadre réglementaire dans lequel s'exerce l'activité,
- le recueil, l'analyse et la publication des statistiques de référence de la profession,
- la promotion du Capital Investissement auprès des investisseurs institutionnels français et étrangers.

L'AFIC compte actuellement 265 membres actifs (investisseurs) et 197 membres associés (cabinets d'avocats, sociétés d'expertise-comptable, banques d'affaires...).

EDITION : MAI 2008



La Maison du Capital Investissement
23 rue de l'Arcade - 75008 Paris
Tél. 01 47 20 99 09 - Fax 01 47 20 97 48
www.afic.asso.fr