

# Chapitre 3

## LEVÉE DE FONDS



# TITRE I LES ETAPES DE LA LEVEE DE FONDS



# Titre I Les étapes de la levée de fonds

PRÉPARATION

LEVÉE DE FONDS

Présentations pitch,  
échanges sur le business plan

TERM SHEET

Due diligence

Négociation du Pacte  
d'actionnaires

CLOSING



# Titre I Les étapes de la levée de fonds

## Sous-titre 1 – La préparation

mise à jour du site web

identifier les expert qui vont vous accompagner

rédiger et préparer les différents documents de la levée

avoir une démonstration de l'offre

disposer de références clients pouvant être contactés

se faire une idée de la valorisation de l'entreprise



# Titre I Les étapes de la levée de fonds

## Sous-titre 2 le ciblage des investisseurs et la phase d'approche

établir une liste des investisseurs ciblés à contacter

leur envoyer l'executive summary

envoyer le business plan à ceux qui manifestent un intérêt

participer à des événements de présentation devant des investisseurs

organiser des réunions individuelles avec des investisseurs qui souhaitent approfondir leur approche



# Titre I Les étapes de la levée de fonds

## Sous-titre 3 Analyse du projet et la due diligence

Le due diligence représente la procédure de vérification faite par les fonds avant d'investir dans une société. Ce processus va permettre aux investisseurs de connaître l'état de santé de l'entreprise de manière plus transparente, et évaluer ses forces et faiblesses.

La due diligence commence avant de signer une lettre d'intention, et de parvenir à un accord définitif, elle permet de vérifier :

- la validité de la rentabilité estimée en cas de réussite (équipe dirigeante, potentiel du projet, étude du secteur)

- identifier les risques liés à l'investissement

  - dépendance vis-à-vis des hommes clés

  - risques technologiques

  - risques commerciaux

  - risques juridiques, sociaux, fiscaux

  - risques financiers,

  - ...

Cette phase est jalonnée par des passages en comité qui valident le passage à l'étape suivante.



# Titre I Les étapes de la levée de fonds

## Sous-titre 4 – La lettre d'intention ou term sheet

Ce document précise les conditions de l'éventuelle intervention de l'investisseur, valorisation de l'entreprise, conditions financières, conditions juridiques, et principales clauses qui se trouveront dans le pacte d'actionnaire.

La signature de ce document engage une nouvelle phase qui va permettre de finaliser la valorisation et de rédiger le pacte d'actionnaires.



# Titre I Les étapes de la levée de fonds

## Sous-titre 5 – Négociations juridiques, closing après closing.

### Les négociation juridiques

Elles portent sur :

- La modification des statuts

- La rédaction du pacte d'actionnaire

### Le closing

Il traduit le moment où l'investissement est réalisé par l'investisseur. Il se fait à l'occasion d'un AG ou AGE, au cours de laquelle le pacte d'actionnaire est signé, et l'augmentation de capital constatée.

### Après closing

Les investisseurs deviennent actionnaire et participent au AG ils disposent des droits prévus par les statuts et le pacte.



# Titre I Les étapes de la levée de fonds

## Sous-titre 6 – Les délais moyens



TITRE II  
CRITERES DE REUSSITE  
ET D'ANALYSE



# Titre II Critères de réussite et d'analyse

## Sous-titre Points communs de entrepreneurs qui réussissent à lever des fonds sans intermédiaires

Les cas favorables à une levée de fonds sans passer par un intermédiaire remplissent en général au moins une des conditions suivantes :

- Un montant à lever assez faible (< 1 M€),
- Un réseau significatif, notamment de business angels aisés potentiels,
- Une première expérience réussie de levée de fonds. Les entrepreneurs ayant déjà vécu une levée de fonds connaissent mieux les investisseurs, leurs codes et leurs attentes,
- Une équipe assez structurée et étoffée pour que le dirigeant puisse consacrer beaucoup de temps à la levée de fonds,
- Une activité de l'entreprise conforme aux attentes du moment des investisseurs,
- Une activité commerciale montrant déjà que l'entreprise est sur la voie du succès vers son marché.



# Titre II Critères de réussite et d'analyse

## Sous-titre Critère d'analyse par les fonds d'investissement

La rémunération que l'investisseur peut attendre de l'investissement est de plusieurs nature :

- Pendant la durée de l'investissement, au titre des dividendes et éventuels intérêts. Néanmoins dans le cadre de projet de création d'entreprise, la probabilité de distribution de dividende est très faible, dans la mesure où le résultat net comptable est réinvesti dans l'entreprise afin de financer son développement. Les intérêts liés à un investissement sous forme d'obligations génèrent une rémunération, mais qui n'est pas suffisante par rapport aux risques pris,
- À terme, lors de la revente des titres, la plus-value éventuelle réalisée. La rémunération de la société de capital investissement résulte de la différence entre le prix de vente et le prix d'achat de chaque titre. Cette plus-value dépend de la valeur créée par l'entreprise dans l'intervalle, et de l'appétence du marché au moment de la revente.



# Titre II Critères de réussite et d'analyse

## Sous-titre Critère d'analyse par les fonds d'investissement

Pour l'investisseur, les risques à évaluer sont donc les suivants :

Le risque de rentabilité : est que la revente de ses parts dans l'entreprise ne lui permette pas de réaliser un niveau de rentabilité jugé suffisant. Pour réaliser une plus-value significative, il faut que le prix de vente soit largement supérieur au prix d'achat, et donc que, dans l'intervalle, la société ait créé plus de valeur. Une entreprise qui afficherait des résultats constants, bien que rentable, ne constituerait pas une bonne opération pour un investisseur. La rentabilité de l'investissement pour un investisseur est calculée sous la forme du TRI (= Taux de Rendement Interne), variable prenant en compte le montant de la plus-value et la durée pendant laquelle « l'investissement est bloqué »,

Le risque d'illiquidité : l'investisseur a fait l'acquisition de titres de la société ; il doit pouvoir les revendre à terme (à 5 ans en moyenne). Le risque vient du fait que les fonds gérés par les investisseurs ont des durées de vie limitées (en général 10 ans), et que les investisseurs sont tenus de rembourser leurs souscripteurs avec une plus-value, à l'échéance du fonds. Ils doivent être en mesure de vendre leurs titres au plus tard à échéance du fonds, et cela dans de bonnes conditions.



# Titre II Critères de réussite et d'analyse

## Sous-titre Critère d'analyse par les fonds d'investissement

Pour évaluer ces risques, l'investisseur va donc analyser plusieurs aspects :

- Le potentiel de création de valeur à horizon 2 à 7 ans en moyenne. Ce potentiel doit être élevé pour intéresser l'investisseur. Il recherche soit une entreprise à fort potentiel de croissance (capital-risque), soit une entreprise dégagant déjà une rentabilité importante (capital-développement),
- Le potentiel de cession des titres à terme. Pour un investisseur, il existe plusieurs voies de sortie, dont principalement :
  - --> *Cession industrielle : revente des titres à un groupe industriel,*
  - > *Introduction en Bourse,*
  - > *Cession des titres aux actionnaires historiques,*
  - --> *Cession des titres à de nouveaux investisseurs,*
  - --> *Réduction ou amortissement du capital (cas très peu favorable),*
- Mais seules la cession industrielle et l'introduction en bourse sont fortement rémunératrices, les introductions en bourse étant beaucoup plus rares. L'investisseur cherchera à s'assurer qu'une telle sortie est envisageable à terme. C'est pourquoi, avant même de rentrer au capital, l'investisseur vous demandera quelle est votre stratégie et comment ils pourront sortir. Si vous faites entrer des investisseurs au capital, vous devez avoir intégré cette revente à terme,
- L'affectio societatis et la confiance dans l'équipe dirigeante pour atteindre ces objectifs de création de valeur, et de négociation d'une revente des titres au prix le plus élevé possible.



# Titre II Critères de réussite et d'analyse

## Sous-titre Critères concrets

- La nature du produit et du marché. Notamment la taille estimée du marché, la croissance et le caractère saisonnier de l'activité,
- La stratégie et la dynamique concurrentielle. Notamment la nature et le niveau de concurrence, la puissance des fournisseurs et des distributeurs, la capacité à bloquer la pénétration de nouveaux entrants...,
- Les capacités de l'équipe dirigeante. Notamment le leadership et l'expérience du dirigeant et de son équipe managériale, les compétences organisationnelle et administrative, les capacités en marketing, ventes et production,
- Les projections financières. Notamment le délai pour atteindre le seuil de rentabilité et le taux de rendement attendu,
- Le financement. Lien entre l'opportunité et les objectifs fixés aux fonds requis. Les sociétés de capital-risque doivent être attentives à leur portefeuille ainsi qu'aux engagements pris envers leurs investisseurs quant au type de placement qu'elles réalisent (comme les créations d'entreprises, les reprises par les salariés, etc.),
- Les modalités de l'opération d'investissement. Nature spécifique de l'investissement, niveau de développement de la société, possibilité de réunir plusieurs investisseurs dans l'opération et d'investir en plusieurs étapes (c'est-à-dire à des stades plus avancés dans la croissance).



# Titre II Critères de réussite et d'analyse

## Sous-titre Critères concrets

En termes de hiérarchie de ces critères, il faut savoir que :

- Les investisseurs cherchent principalement à savoir si le dirigeant et son équipe disposent des qualités de «leadership» et des compétences en management requises pour mener à bien le projet. Ce raisonnement est logique, car ces qualités conditionnent le reste du projet,
- Le second critère est la proposition de valeur et le potentiel du marché. L'entrepreneur doit avoir une stratégie produit/marché claire, fondée sur un produit/service original permettant de créer des barrières à l'entrée. Il est essentiel qu'il dispose de données financières crédibles indiquant clairement le délai prévu avant d'atteindre le seuil de rentabilité,
- La nature et le niveau de concurrence sur le marché sont moins importants que la capacité apparente de l'équipe dirigeante à maintenir et à défendre sa part de marché,
- Les projections financières ont un certain poids, mais sont moins importantes que les considérations relatives à l'équipe dirigeante et au potentiel, car elles ne sont effectives que lorsque le projet est devenu réalité. Les investisseurs savent bien que toutes ces informations ne serviront strictement à rien si l'opportunité n'est pas solide.



TITRE III  
LES DIFFERENTS STADES  
D'INVESTISSEMENT



# Titre III Les différents stades d'investissement

## Sous-titre stades d'investissement, de l'amorçage au pré-IPO

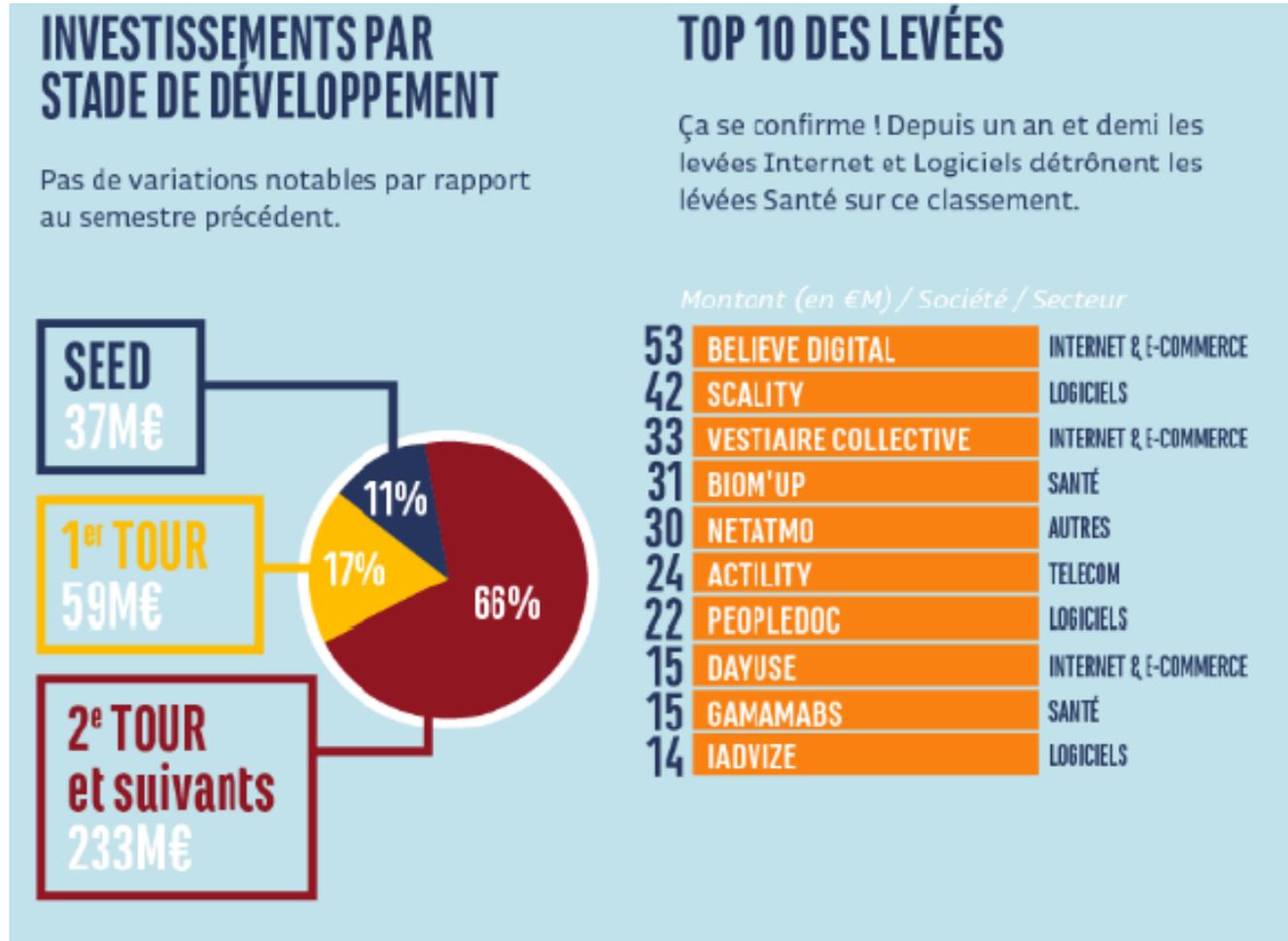
Les "stades d'investissements", définis selon la manière dont ils sont appréhendés en France, sont les suivants :

- **Seed** ou amorçage. Typiquement le premier "round" d'investissement externe de la startup, celui qui lui permet de véritablement se lancer. Avant, les fonds n'investissaient pas en amorçage, mais la plupart s'y mettent depuis quelques années. A ce stade, l'entreprise a développé une première version de son produit et dispose d'une petite base de clients/utilisateurs, parfois en version beta. En France, les tickets sont compris généralement entre 300.000 euros et 1 million d'euros. L'argent sert souvent à terminer le produit et effectuer les premiers recrutements.
- **Séries A** Lorsque l'entreprise commence à grandir et se taille une place au sein de son marché, elle doit lever des fonds pour étendre sa base de clients/consommateurs et devenir un leader. La Série A désigne en France les tours de table compris entre 1 et 5 millions d'euros. L'argent est utilisé pour la croissance et la structuration de l'entreprise, y compris à l'international.
- **Les Séries B, C et au-delà** désignent les tours de table suivants. En France, les montants se situent généralement entre 5 et 50 millions d'euros, bien qu'il semble ne pas y avoir de limite. A ce point, la startup est déjà devenue un leader ou l'un des plus gros acteurs de son marché et doit accélérer, notamment pour se développer à l'international ou acquérir des compétiteurs.
- **Growth**. Selon Serena Capital, qui se base sur la perception la plus commune de ce stade parmi les VC français, growth désigne le ou les tours de table qui correspondent au moment où la startup devient une SME (small medium enterprise, ou PME). Cela signifie que son objectif principal n'est plus la croissance à tout prix mais la profitabilité, avec pour objectif final l'entrée en Bourse ou le rachat.



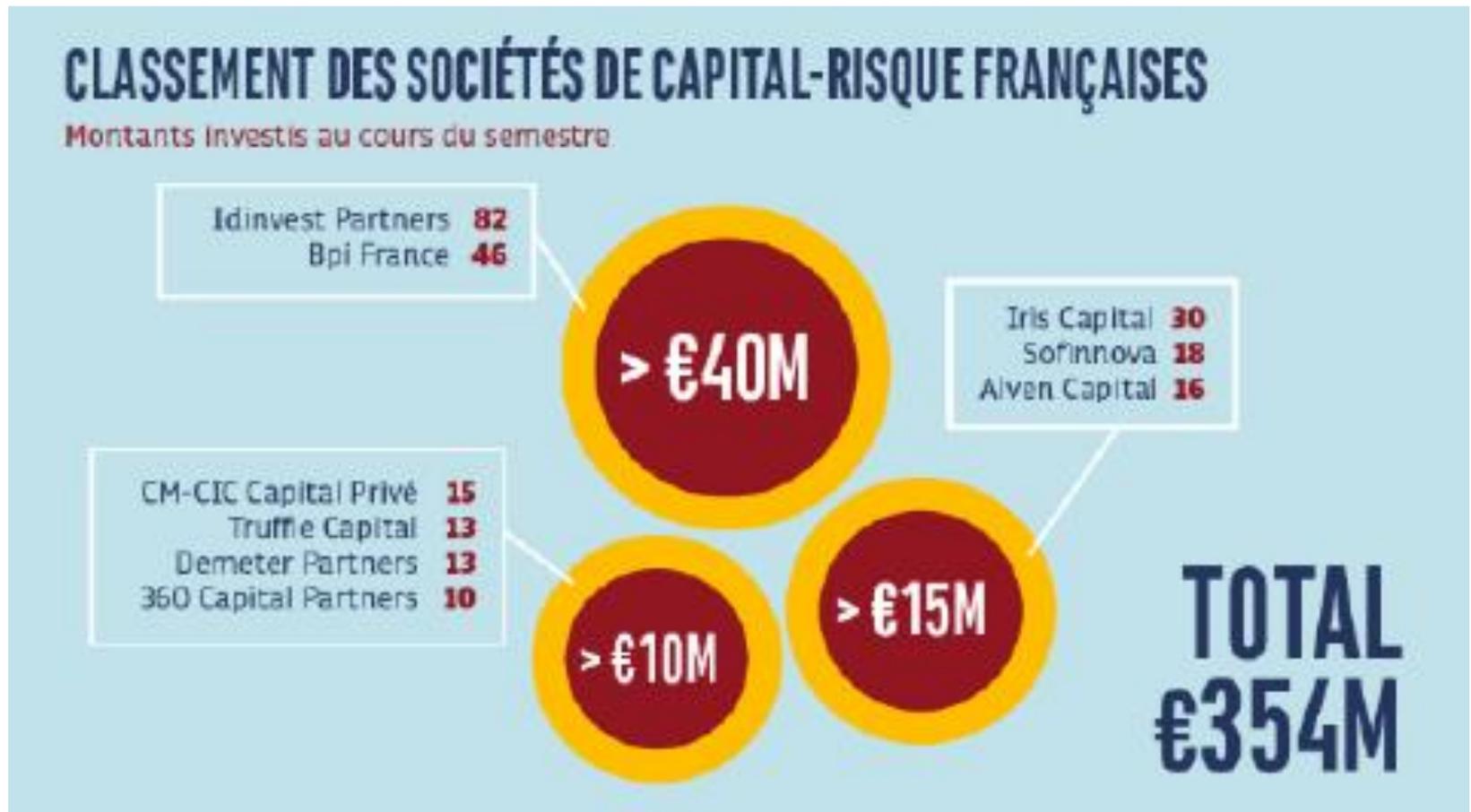
# Titre III Les différents stades d'investissement

Sous-titre indicateur Chausson finances 2<sup>ième</sup> S 2015



# Titre III Les différents stades d'investissement

Sous-titre indicateur Chausson finances 2<sup>ième</sup> S 2015



# TITRE IV

## LE BUSINESS PLAN



# Titre IV Le Business Plan

## Sous-titre 1 – Les principes

Le business plan est un outil incontournable de la levée de fonds, car il sera systématiquement demandé par les investisseurs, mais il est aussi indispensable à l'entrepreneur car sa rédaction lui donne l'occasion de prendre de la hauteur sur son projet et de se poser les questions essentielles.

### **Pour l'entrepreneur :**

Il lui permet de prendre du recul, de se poser des questions sur l'ensemble des aspects du projet, et de proposer des éléments de réponse. C'est aussi l'occasion d'ordonner ses idées, de mettre en valeur ses atouts et de chiffrer ses besoins. Il constitue une véritable feuille de route des actions à mener et des moyens à mettre en œuvre pour décliner la vision,

### **Pour l'investisseur :**

Il lui permet de valider si le projet rentre dans ses critères, et si le projet lui semble suffisamment solide et intéressant pour entrer dans une analyse plus fine. Les investisseurs reprochent souvent aux entrepreneurs de leur présenter des dossiers pas suffisamment aboutis. Ce dossier doit être à la fois détaillé et concis, et il doit répondre aux attentes des investisseurs. Il doit permettre de les convaincre et de les séduire.

Une fois rédigé, le business plan constituera une base d'échanges avec l'investisseur pour parler de votre vision et des différents aspects de votre projet. Le business plan sera également utilisé pour convaincre d'autres partenaires comme les banquiers.



# Titre IV Le Business Plan

## Sous-titre 2 – Le contenu

### **Quoi ? et pourquoi ?**

Le problème, l'analyse d'un besoin,

La solution, donc l'offre,

La technologie sur laquelle repose cette offre.

Il est alors indispensable que le lecteur comprenne très vite le produit ou le service proposé, ainsi que sa particularité et son avantage concurrentiel. L'investisseur est à l'affût d'un produit présentant un potentiel de croissance et qui se distingue des concurrents de son secteur d'activité. Il cherche aussi des projets originaux qui se démarquent de ceux qu'il reçoit habituellement.

### **Pour qui et contre qui, le marché et la concurrence**

La taille et géographie du marché adressé: France, Europe, monde ?

Les clients cibles et la segmentation, et les bénéfices apportés à ces différents clients,

Les concurrents (nombre de salariés, chiffre d'affaires, résultats, spécificités, modèle économique) et les barrières à l'entrée pour ces concurrents.

Le business plan doit présenter le marché dans lequel l'entreprise se positionne ainsi que la concurrence : perspectives de croissance, clientèle visée, volume du marché visé, perspectives d'évolution, pourcentage du marché visé, concurrents directs ou indirects, différenciation par rapport à la concurrence, etc.

Toute réalisation business doit être mise en avant, car plus que des allégations, les investisseurs recherchent des preuves de l'adéquation du produit avec son marché. Ils évaluent aussi la capacité de l'équipe à mettre en œuvre son business.



# Titre IV Le Business Plan

## Sous-titre 2 - Le contenu

### **L'équipe qui porte le projet**

Les dirigeants et leur équipe,

Les partenaires, collaborations, conseils...,

La présentation de l'équipe est le point clé de la majorité des projets. Il n'est pas suffisant que le projet soit bon, le management doit être à la hauteur pour le mener à bien.

Une présentation s'impose donc en quelques pages : les membres de l'équipe de direction (avec un résumé de carrière pour chacun), les points forts, l'expérience, les responsabilités exercées auparavant et les recrutements envisagés.

Insérer les CV détaillés des personnes clefs du projet.

### **L'historique et la stratégie**

Le positionnement et le modèle économique,

Les réalisations de la société : preuves de concept, propriété industrielle, étapes clés...,

La stratégie post levée de fonds (court terme et moyen terme) : technique, commerciale...

**Une des difficultés est de montrer comment vous industrialiserez et transformerez le premier chiffre d'affaires en chiffre d'affaires reproductible.**



# Titre IV Le Business Plan

## Sous-titre 2 – Le contenu

### Présentation des chiffres

- Les prévisions financières sur 3 ans
- La partie financement est le reflet chiffré de l'offre et du marché. Elle doit donc comporter plusieurs éléments indispensables :
- Compte de résultat prévisionnel sur les douze premiers mois et sur trois à cinq ans,
- Bilan, compte de trésorerie, plan de financement,
- Hypothèses détaillées, tableaux explicatifs (marges, effectifs, points de vente, détail des charges...),
- Besoin de financement global du projet, montant des fonds recherchés. Montrez que le besoin en financement est bien calibré : c'est-à-dire que les dépenses sont absolument nécessaires au décollage de votre projet et qu'elles ne sont ni surestimées ni sous-estimées

### Proposition partenariat envisagé avec l'investisseur

L'opération d'investissement proposée.

Affichez une valorisation en rapport avec les réalisations démontrant l'avancement du projet.

Evoquez dès maintenant les stratégies de sortie envisagées.



# Titre IV Le Business Plan

## Sous-titre 3 Questions pratiques

Que fait la société et en quoi le projet ou la société sont-ils uniques/spécifiques ?

Le management est-il capable de mettre en œuvre le business plan ?

Les projections financières sont-elles réalistes ?

Comment la société va-t-elle devenir profitable ?

Quel est le potentiel de développement de la société ?

Quelle est la perspective de sortie d'un investisseur ? Selon quel timing ?



# TITRE V

## EXECUTIVE SUMMARY



# Titre V L'executive summary

## Sous-titre 1 – Un résumé du projet

L'executive summary est un résumé du projet. Dont l'objectif est de susciter l'intérêt du lecteur en un minimum temps.

Il doit donner envie à l'investisseur d'en savoir plus, et de vous demander votre business plan ou de vous proposer un entretien. L'executive summary est donc un véritable outil de marketing et de vente.

Aussi, bien qu'il s'agisse du premier document qui sera envoyé aux investisseurs, c'est un document qui se rédige en dernier, lorsque la rédaction du business plan est finalisée, et seulement lorsque toute l'argumentation est parfaitement maîtrisée.

Ce document doit être très court et synthétique. N'oubliez pas que vos interlocuteurs reçoivent de nombreux dossiers et ne disposent que de quelques minutes pour effectuer un premier tri. Idéalement, l'executive summary doit tenir dans une page, et au maximum dans deux pages (police d'usage comprise entre 10 et 12). Surtout, il doit contenir des phrases synthétiques et des mots clés !

Ce résumé doit être percutant, pédagogique et didactique. Bien qu'il soit très court, sa rédaction est complexe car chaque mot doit être pertinent. N'hésitez pas à le relire plusieurs fois et à le faire lire par d'autres (dans l'idéal un public non averti), pour vous assurer de sa clarté. Assurez-vous qu'il ne reste pas de redondances, et que vous avez traité tous les aspects du projet,

Il doit refléter l'essence de votre projet ainsi que ses chances de réussite. Il doit contenir les points forts du projet et permettre de s'en faire une idée globale. Il doit répondre à des questions essentielles: Quel est mon projet? Qui suis-je? A qui vendre? Comment vendre? Combien ça coûte aux investisseurs? Combien ça leur rapporte? Et en combien de temps?

Il doit être rédigé de façon à raconter une histoire : Quelle est la vocation de l'entreprise ? Quelle est son ambition (quels marchés veut-elle conquérir) ? Et comment va-t-elle atteindre ses objectifs (stratégie commerciale et marketing) ?

Comme tout document de prospection commerciale, la première phrase est déterminante. L'investisseur doit tout de suite comprendre quels produits ou services l'entreprise propose, faute de quoi, il ne prendra peut-être pas la peine de lire la suite. Cette première phrase doit éclairer la proposition de valeur de l'entreprise,



# Titre V L'executive summary

## Sous-titre 2 - Le plan

Il n'existe pas de plan type, il reprend la structure du business plan et comprend plusieurs parties, qui répondent aux questions citées ci-dessus :

Description de l'activité et de l'offre (produits/services),

Société : date de création, forme juridique, actionnariat, ressources humaines (nombre de salariés, comités...), historique et étapes franchies, barrières à l'entrée,

Marché et vision : les cibles et le positionnement actuels... et la part de rêve,

Équipe : les talents derrière le projet (Direction, commercial, R&D et production),

Stratégie : la déclinaison opérationnelle de la vision : développement technique, développement commercial, stratégie de protection industrielle, partenariats...,

Perspectives financières : résumées dans un tableau (en termes de chiffre d'affaires et de rentabilité, et éventuellement d'investissements et effectifs). La projection doit être établie sur au moins trois ans,

Recours aux investisseurs : besoin global et montant de fonds propres recherché, valorisation précédente ou attendue pour ce tour, perspectives de sortie envisagées



# Titre V L'executive summary

## Sous-titre 3 Quelques règles d'écriture

Il faut l'adapter à la typologie de l'interlocuteur. Comme un CV, il s'écrit en fonction de la typologie de l'investisseur ciblé.

Vous pouvez avoir deux ou trois executive summary différents selon la cible, notamment si ces cibles ont des différences fortes en termes d'attentes et de contraintes, et correspondent à une stratégie d'entreprise différente.

Quelques règles complémentaires que vous devez prendre en compte :

- Quantifiez au maximum vos propos,

- Positionnez l'entreprise par rapport à l'existant et aux concurrents,

- Evitez les détails (par exemple : pas de référence aux sources des informations) :

ces éléments seront précisés dans le business plan.



# Titre V L'executive summary

## Sous-titre 4 - Exécutive Summary pour l'investisseur

Il doit répondre à plusieurs objectifs :

Lui permettre de savoir rapidement si votre projet est dans sa cible d'investissement, notamment en termes de :

- Montants d'investissement et de taille de tour de table,

- Secteur ou de type d'activité : pour certains, exclusion de certains secteurs comme l'artisanat, du commerce de gros et de détail, de la prise de franchise..., ou pour d'autres, ciblage de certains secteurs bien précis...,

- Stade de développement de l'entreprise :  
amorçage, création, développement...,

- Situation géographique pour certains (notamment les SCR régionales).

Le renseigner sur votre projet d'entreprise et ses perspectives de rentabilité financières. Ces éléments découlent de plusieurs aspects qu'il doit percevoir :

- La proposition de valeur,

- Le potentiel de croissance,

- La crédibilité du projet et de l'équipe : notamment la mise de fonds personnelle du porteur de projet et bien sûr la crédibilité du porteur de projet,

- Le besoin financier,

- Les perspectives de sortie et de gain de valorisation.



# TITRE VI LE PITCH



# Titre VI Le Pitch

## Sous-titre 1 – Principes généraux

C'est la présentation du projet se décline selon plusieurs formats. Le pitch en est la version orale. Comme l'executive summary, sa maîtrise est importante pour la réussite de la levée de fonds.

En 15 minutes environ, vous devez avoir présenté votre projet et convaincu l'investisseur pour qu'il s'engage dans une étude de projet ultérieure plus complète.

Poussé à son extrême on l'appelle « l'elevator pitch ». Le principe est simple : vous entrez dans un ascenseur aux côtés d'un investisseur et vous devrez avoir suscité son intérêt avant d'avoir quitté le dit ascenseur. Vous devez être capable de convaincre en en moins de 2 minutes et 120 mots.



# Titre VI Le Pitch

## Sous-titre 2 - Objectifs

Vous pouvez être amené à faire votre pitch dans plusieurs contextes différents :

Soit un 1er rendez-vous avec un investisseur qui a accepté de vous recevoir après avoir reçu votre executive summary, et peut-être même lu votre business plan,

Soit un 1er contact avec plusieurs investisseurs lors d'un évènement de présentation de projets en recherche de fonds.

Le principal objectif du pitch est de convaincre pour obtenir un autre rendez-vous et entrer dans une étude de projet plus poussée. Le second objectif, non négligeable, est de susciter des réactions pour mieux comprendre les attentes de l'interlocuteur, voire de bénéficier de remarques pertinentes pour renforcer le projet (valorisable même en cas d'échec suite à cette présentation).



# Titre VI Le Pitch

## Sous-titre 3 – Que doit-il contenir

De manière générale, le contenu doit aborder tous les points qui sont dans l'executive summary

Globalement, il est conseillé d'organiser votre discours comme suit :

Quelle est votre proposition de valeur ? --> Enjeu : Choisir une phrase d'accroche (a priori proche de celle de l'executive summary)

Qui êtes-vous ?

--> Enjeu : Se présenter clairement et simplement (les entrepreneurs ont tendance à être trop longs sur ce point)

Pourquoi avez-vous fondé votre entreprise ?

--> Enjeu : Montrer que le projet répond à des besoins et à un marché, que vous avez une approche pragmatique.

Quelle est concrètement la solution que vous apportez ? (votre offre de produits/ services)

--> Enjeu : Etre clair sur le produit ou le service. Ne pas rentrer dans les détails trop technologiques, mais plutôt parler de la solution apportée par l'offre en termes de bénéfices. Être clair sur la différenciation de l'offre, et si possible, ce qui évite les contrefaçons.

Quelles sont les étapes que vous avez franchies et la situation de l'entreprise aujourd'hui ? (chiffres clés, principales réalisations, obstacles levés...)

--> Enjeu : être clair sur le stade de développement de l'offre, des partenariats, des contrats, des clients, du CA...

Quelles sont votre vision et votre stratégie ? Pourquoi investir dans le projet ?

--> Enjeu : présenter une vision claire tout en étant ouvert aux opportunités.

Quelle est votre proposition aux investisseurs ?

--> Enjeu : être clair sur le besoin de financement et sur l'utilisation de ce financement (développement technique, commercial, ...). Montrer également que vous avez envie de travailler avec cet investisseur précisément (compétences, renommée...), que vous prenez en compte dès maintenant sa spécificité (et notamment ses contraintes...).



# Titre VI Le Pitch

## Sous-titre 4 – Conseils de présentation

En termes de présentation, voici quelques conseils :

Un nombre de slides limité (7 à 10 c'est l'idéal), et en réserve des slides de « back-up » en annexe pour pouvoir développer certains points lors des questions,

Des slides pédagogiques, illustrées, essentiellement graphiques, et pas trop denses en texte,

Surtout soyez clairs sur la proposition de valeur ! Il est malheureusement fréquent, qu'après une demi-heure de présentation, on se demande encore ce que la société fait exactement... Idéalement, il faudrait pouvoir commencer par décrire l'entreprise avec une phrase de ce type :

« Nous [la société] sommes un [métier] qui propose [une solution] aux [segments clientsvisés], leur apportant [un bénéfice unique et bien différencié] ».

Et d'ajouter ensuite : « Notre modèle économique consiste à [mode de monétisation du service ou du produit]. Nous prévoyons [chiffre d'affaire à 3 ans] avec un résultat net (ou marge brute) de x % »,



# Titre VI Le Pitch

## Sous-titre 5 – Conseils de préparation

### 1. Consacrez-y du temps !

Cela prend plus de temps de préparer une présentation synthétique ! Vous devrez donc travailler et retravailler votre pitch jusqu'à la rendre efficace. Chaque phrase doit être pensée et validée.

### 2. Entraînez-vous !

Le meilleur moyen de faire un pitch percutant est d'abord de s'entraîner à maintes reprises et devant des auditoires différents et notamment auprès de personnes qui ne sont pas familières de votre activité. Deux intérêts majeurs :

Vous assurer de la maîtrise de cette présentation. Vous devez être à l'aise et capables de l'adapter le jour J si nécessaire.

Vous confirmer qu'elle est bien claire, concise, dynamique, crédible, convaincante...



# Titre VI Le Pitch

## Sous-titre 5 – Conseils de préparation

### 3. Renseignez-vous pour adapter votre pitch à l'auditoire

Même si la trame du pitch ne change pas fondamentalement, il faut savoir l'adapter aux interlocuteurs afin d'accrocher au mieux avec eux. Avant de leur faire le pitch, l'idéal est de se renseigner sur internet et de se poser les bonnes questions :

Quelles sont leurs attentes ?

Quels types d'investissement ont-ils déjà fait ?

Quels sont leurs critères d'investissement ?

Quelles sont leurs passions ? Leur parcours ?

Demandez-vous toujours pourquoi vous souhaiteriez avoir votre interlocuteur comme investisseur plutôt qu'un autre. Au-delà de l'aspect financier, que peut-il vous apporter ?



TITRE VII  
VALORISATION ET  
NEGOCIATIONS JURIDIQUES



# Titre VII Valorisation et négociation juridiques

## Sous-titre 1 – La valorisation

La valorisation est le prix de l'entreprise sur le marché à un instant donné. Cette valeur tient compte du passé et de l'avenir attendu, mais aussi de la valeur marché (prix que quelqu'un est prêt à mettre...). Tant qu'elle n'est pas vendue, le prix de l'entreprise est « virtuel ».

Lorsque l'on parle de valorisation, il faut bien distinguer la « valeur pre-money » de la « valeur post-money » de l'entreprise :

L'entreprise a une valeur dite « pre-money » avant l'apport de l'investisseur,

Une fois cet apport réalisé, la nouvelle valeur, dite « post money », est égale à la valeur pré-money additionnée de l'apport de l'investisseur.

Cela donne l'équation suivante :  $\text{valeur post money} = \text{valeur pré-money} + \text{montant investi}$

Pour déterminer cette valorisation, il existe des méthodes plus ou moins complexes. Les méthodes pertinentes varient selon le stade de développement de l'entreprise.



# Titre VII Valorisation et négociation juridiques

## Sous-titre 1 – La valorisation

Soit :

Montant investi = 49 % Valo Post money,

d'où Valo post-money = Montant investi / 49 %

et Valo pré-money = (Montant investi / 49%) - Montant investi

Montant investit : 500 000 euros = 49 % valo Post Money

d'où Valo post Money = 500 000 / 49% soit 1 020 408

Valo Pré-money = 1 020 408 – 500 000 = 520 408

Sachant qu'en général, pour les premiers tours de table, la fourchette de détention du capital « classique » des investisseurs est comprise entre 20 et 40 %.

Cette fourchette vous permet d'étalonner la réflexion.



# Titre VII Valorisation et négociation juridiques

## Sous-titre 1 – La valorisation capital risque / capital développement

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 intéressement 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.



# Titre VII Valorisation et négociation juridiques

## Sous-titre 2 – La valorisation en capital risque

En premier lieu, il convient de rappeler que la valorisation des sociétés financées par le capital-risque 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-risque 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'auto-financement.



# Titre VII Valorisation et négociation juridiques

## Sous-titre 3 – La valorisation en capital développement

Méthodes intrinsèques. Elles examinent les caractéristiques propres à l'entreprise.

- total de bilan

- approche patrimoniale

- approches liées à la rentabilité

- méthode des discounted cash flow

Méthodes analogiques

- méthodes des comparables

- méthode des multiples



# Titre VII Valorisation et négociation juridiques

## Sous-titre 2 - Mécanismes d'ajustement du prix d'entrée

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

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 très probablement pas 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).

Les ajustements de prix ont vocation à jouer dans des cas de figure très différents. En cas de baisse de la valorisation de l'entreprise, ils interviennent à titre défensif pour protéger les investisseurs ayant payé le(s) prix par action le(s) plus élevé(s). En cas de surperformance par rapport aux attentes des investisseurs, exprimées dans le protocole d'investissement, on peut envisager des mécanismes d'ajustement ou de rattrapage en faveur des autres catégories d'actionnaires, dirigeants ou fondateurs.



# Titre VII Valorisation et négociation juridiques

## Sous-titre 3 - Schémas de répartition du prix de cession

Les montages de capital-risque 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.

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-risque négocient usuellement des protections sur leur investissement ou des mécanismes de conversion de leur prix d'entrée.



# Titre VII Valorisation et négociation juridiques

## Sous-titre 3 – Schémas de répartition du prix de cession

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.

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.



# Titre VII Valorisation et négociation juridiques

## Sous-titre 4 Dilution et droits des nouveaux entrants

### Dilution et droits des nouveaux entrants

Généralement, les investisseurs en capital-risque 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.

Le nouveau financement apporté par les capitaux-risqueurs 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.



# Titre VII Valorisation et négociation juridiques

## Sous-titre 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 le § 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 le § 3.2) et dans les contrats définitifs.

### EXEMPLE • TABLE DE CAPITALISATION

Exemple d'une société créée par des Fondateurs ayant apporté 40 000 c (souscription de 4 000 actions ordinaires à

10 c par action). La société réalise une augmentation de capital de 2 Mc souscrite par 2 investisseurs sur la base d'une valorisation avant augmentation (pre-money) de 4 Mc, soit un prix de 1 000 c par action souscrite par les Investisseurs. La société émet également un plan d'options en faveur des managers, sous forme de BSA, 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 1 000 c par action.



# Titre VII Valorisation et négociation juridiques

## Sous-titre table de capitalisation

Actionnaires	Actions	%	Actions	Montants d.	Actions	%	Actions	Montants d.	Actions	%
Fondateur X	1 800	45,0 %			1 800	30,0 %			1 800	28,5 %
Fondateur Y	1 200	30,0 %			1 200	20,0 %			1 200	19,0 %
Fondateur Z	1 000	25,0 %			1 000	16,7 %			1 000	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			1 000	1 000 000 d	1 000	16,7 %			1 000	15,8 %
Investisseur B			1 000	1 000 000 d	1 000	16,7 %			1 000	15,8 %
<b>Sous-total Investisseurs</b>			<b>2 000</b>	<b>2 000 000 d</b>	<b>2 000</b>	<b>33,3 %</b>			<b>2 000</b>	<b>31,7 %</b>
Plan BSA managers							316	316 000 d	316	5,0 %
<b>TOTAL</b>	<b>4 000</b>	<b>100,0 %</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000 000 d</b>	<b>6 000</b>	<b>100,0 %</b>	<b>316</b>	<b>316 000 d</b>	<b>6 316</b>	<b>100,0 %</b>
Nominal par action				10 d				10 d		
Prime par action				990 d				990 d		
<b>Prix par action</b>				<b>1 000 d</b>				<b>1 000 d</b>		
<b>Valeur</b>	<b>4 000 000 d</b>				<b>6 000 000 d</b>				<b>6 316 000 d</b>	

NB - Les "BSA managers" sont ici utilisés à titre d'exemple; dans la pratique, le support juridique des options consenties au management doit être adapté au cas par cas (BSPCE, actions gratuites, options d'achat sur actions existantes etc. : voir le § 2.4).

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).



# Titre VII Valorisation et négociation juridiques

## Sous-titre Management package

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.

Les ressources humaines, des dirigeants à tous les collaborateurs, constituent la richesse fondamentale des entreprises.

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 (options de sous-criture ou d'achat d'actions, actions gratuites, bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE), bons de souscription d'actions (BSA), options d'achat d'actions, plan d'épargne entreprise (PEE), apports en industrie ...). On peut ranger tous ces instruments dans la catégorie des stock-options.

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



# Titre VII Valorisation et négociation juridiques

## Sous-titre Management package

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

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.

le risque en capital étant supporté pour l'essentiel par les investisseurs, les titulaires de stock-options ont souvent accès à de simples actions ordinaires, qui ne donnent droit à une part de la plus-value qu'après que les actions de préférence des investisseurs aient reçu leur propre rémunération (voir p. 47 § 3),

il est très important que les stock-options récompensent la valeur réelle de la contribution de chacun. Il faut donc définir les conditions de présence et/ou de résultat (vesting) qui permettront d'exercer ou non les stock-options distribuées, et d'éviter un dispersement de l'actionnariat (par exemple, éviter que les stock-options 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.



TITRE VIII  
LA LETTRE D'INTENTION  
TERM SHEET



# Titre VIII Le termsheet

## Sous-titre 1 - Définition

La lettre d'intention, connue également sous le nom de termsheet, est un document qui permet de formaliser une volonté d'investissement dans une entreprise en définissant les modalités d'entrée de l'investisseur au capital.

C'est la première marque d'intérêt concrète d'un investisseur. Généralement d'une dizaine de pages, la lettre d'intention est le premier support qui permet d'initier les négociations et dont la rédaction est réservée à l'investisseur.

Elle conclut la phase de négociation et sert de support pour la rédaction du pacte d'actionnaires. Elle donne les détails des conditions de l'accord et permet à l'investisseur d'obtenir un sursis dans sa réflexion.

Une fois la lettre reçue par la société, elle est étudiée et si elle est signée, cela signifie que l'entreprise est intéressée à poursuivre les relations avec l'investisseur ou le fond en vue de la rédaction du pacte d'actionnaires. Elle permet donc de passer à l'étape suivante. Un délai est généralement prévu pour la signature de la termsheet par le dirigeant et si celui-ci est dépassé, la lettre devient caduque.



# Titre VIII Le termsheet

## Sous-titre 2 – Le contenu

### L'opération d'investissement :

La valorisation pré-money

Ajustement de prix

Le pourcentage du capital social reçu par l'investisseur

Le montant de l'investissement

Le type de liquidation préférentielle

Les informations relatives aux investisseurs la nature et le montant des valeurs mobilières (actions, garanties, BSA, BSPCE, ...)

L'anti-dilution

Le timing

La durée d'exclusivité

Le processus d'audit

Les conditions de sortie

Le due diligence

Les clauses de garanties actifs/passif  
Les clauses Good Leaver et Bad Leaver  
Le management package

### Les indications sur la gouvernance d'entreprise :

La composition des organes de direction, La répartition des droits de décision,

Les droits de vote,

Les informations délivrées aux investisseurs,

Les prises de décisions stratégiques...

### Clause supplémentaire:

La clause de confidentialité

**Le management package** désigne la répartition des salaires accordés aux fondateurs. Il est souvent composé de bons de souscription ou BSPCE dans le but d'accorder une plus-value plus importante dès la revente de leur startup.



# Titre VIII Le termsheet

## Sous-titre 3 – Les conséquences et suite de la signature

La clause d'exclusivité stipule que le dirigeant ne signera nul document, ni n'entamera des négociations avec d'autres investisseurs. Ceci engage le dirigeant à figer les autres Négociations s'il signela Termsheet contenant cette clause.

La clause de confidentialité stipule le fait de ne pas dévoiler certaines informations jugées privées à des tierces personnes. Il s'agit d'une clause à durée déterminée.

Une fois le termsheet signé, le délai de réception de l'investissement est généralement de 4 et 8 semaines. La probabilité de l'investissement est alors très forte. Même si de tels cas sont relativement rares, une levée de fonds peut ne pas aboutir, même après signature du termsheet.

Cela peut arriver si la phase de due dilligence a mis en exergue certaines informations critiques non dévoilées auparavant de la part du fondateur.



# TITRE IX

## LE PACTE D'ACTIONNAIRE



# Titre IX Le pacte d'actionnaire

## Sous-titre 1 - Définition

Les deux parties sont tombées d'accord, le principe de l'entrée des investisseurs au capital de la société est validé et la lettre d'intention est signée. Malgré tout, l'entrée au capital revient à « un mariage » et la « vie commune » doit être organisée. C'est le rôle du pacte d'actionnaires/d'associés.

Le pacte est un document juridique confidentiel (contrairement aux statuts), qui est officiellement signé le jour du closing.

Le pacte est un contrat, comme un « contrat de mariage », passé entre tous les associés ou seulement une partie, et qui a pour vocation de rester secret. Comme c'est un contrat, il est moins fort que les statuts ou la loi, et donc ses clauses ne doivent pas aller à l'encontre de ceux-ci.

Le pacte précise toutes les règles de bon fonctionnement, en tout cas celles qui ne sont pas dans les statuts. L'objectif est d'envisager et d'anticiper tous les cas de figure de blocage ou de décisions à prendre, et de prévoir la meilleure manière de les résoudre,

Le pacte aide ainsi à gérer la rupture, et à l'avoir en tête tout au long de la vie commune. C'est en quelque sorte un « contrat de divorce », qui viendra éviter toute « montée dans les tours » en cas de désaccord,

Il évolue dans le temps. Un pacte d'associés est signé pour un temps donné. Toute nouvelle entrée dans le capital (comme toute sortie) implique une nouvelle rédaction. Tout changement significatif dans la vie de l'entreprise peut appeler au changement de pacte,

Il ne remplace pas le bon sens, mais il est toujours très difficile de garder son bon sens lors d'un conflit. Avoir un document écrit en temps pacifiques aide énormément et peut permettre à chacun de retrouver ses esprits et sa lucidité.



# Titre IX Le pacte d'actionnaire

## Sous-titre Les principales clauses

### LES CLAUSES RELATIVES À L'ÉVOLUTION DU CAPITAL

#### *Clause de répartition du capital :*

C'est une clause qui permet de prévoir comment évoluera le capital de la société en cas d'événements spécifiques, par exemple si un associé fondateur quitte l'entreprise avant un certain temps, si des résultats spécifiques sont atteints, s'il y a une levée de fonds, etc. Cette clause est très intéressante pour s'assurer que l'équipe de fondateurs reste soudée, focalisée autour d'objectifs concrets,

#### *Clause de préemption :*

Elle permet à un ou des associés d'être prioritaires sur les parts d'un associé sortant ou issues d'une augmentation de capital



# Titre IX Le pacte d'actionnaire

## Sous-titre Les principales clauses

### LES CLAUSES D'ENGAGEMENT DES FONDATEURS

Le projet reposant en grande partie sur les fondateurs et l'équipe dirigeante, ces clauses ont pour but de s'assurer de leur loyauté à l'entreprise :

Clause de non concurrence : empêche un associé d'exercer des fonctions auprès d'un concurrent,

Clause d'exclusivité : empêche un associé d'avoir une autre activité, même non concurrente, afin de s'assurer qu'il consacre un temps plein au projet. Cette clause peut être aménagée en limitant le temps consacré à une autre activité bien spécifiée,

Clauses de « good leaver / bad leaver » :

> Bad leaver : clause sanction en cas de faute grave ou lourde, avec revente des parts de « l'associé sortant » à une valeur décotée,

> Good leaver : on définit ici les cas de départ d'un associé où les mesures de rétorsion ne s'appliqueraient pas, ou seraient limitées (uniquement du fait de l'éventuel préjudice pour le développement de l'entreprise),

On assortit cette clause avec une période de pérennité : c'est la période pendant laquelle les fondateurs s'engagent à rester dans la société.



# Titre IX Le pacte d'actionnaire

## Sous-titre Les principales clauses

### **LES CLAUSES PROTÉGÉANT LES INTÉRÊTS DES INVESTISSEURS EN CAS D'OPÉRATION**

Clause d'exclusion ou de rachat forcé: elle permet d'exclure un associé en raison de certains événements, convenus préalablement, et à un prix ou selon une méthodologie déterminés à l'avance, par exemple en cas de départ précipité. Les parts libérées sont réparties entre les autres actionnaires en fonction des autres clauses (notamment la clause de préemption),

Clause de révision (ou de cliquet), plus connue sous le nom anglais «ratchet» : cette clause vise à protéger les investisseurs, pour limiter un peu les risques liés à une valorisation ultérieure inférieure à celle à laquelle les investisseurs ont investi ou largement inférieure aux prévisions. En mettant en œuvre cette clause, l'investisseur récupère des parts supplémentaires pour combler le manque à gagner.

### **LES CLAUSES PRÉVOYANT LA SORTIE DES INVESTISSEURS**

L'objectif d'un investisseur est de réaliser un investissement qui, si possible, dure le moins longtemps possible et qui lui permette de réaliser une plus-value significative.



# TITRE X

## LA CLAUSE DE SORTIE



# Titre X La clause de sortie

## Sous-titre 1 - Généralités

Quelles que soient les différentes rédactions possibles, une clause de sortie présente, en général, trois séquences :

- une séquence dite de concertation et de meilleurs efforts, n'exigeant pas la cession du contrôle de son entreprise par l'actionnaire entrepreneur ,
- une phase plus automatique au cours de laquelle les parties recherchent généralement une sortie globale au moyen d'un mandat,
- une dernière séquence, au caractère contraignant, qui peut être mise en œuvre si la sortie n'a pas été trouvée au cours des deux phases précédentes **(2.3)**.



# Titre X La clause de sortie

## Sous-titre 2 - Concertation

une séquence dite de concertation et de meilleurs efforts, n'exigeant pas la cession du contrôle de son entreprise par l'actionnaire entrepreneur

- Le principe général de liquidité de la participation du partenaire financier prend dans un premier temps la forme d'une clause de meilleurs efforts. Celle-ci est mise en œuvre à compter de la date qui a été fixée, d'un commun accord, pour initier le processus de sortie.
- Les partenaires sont bien évidemment libres de déroger à tout moment au calendrier qu'ils s'étaient initialement fixés si, par exemple, la valeur de la société est supérieure à ce qui avait été prévu.
- En synthèse, la phase de meilleurs efforts a pour objectif de donner un cadre souple aux discussions entre les partenaires, et ce, de manière à favoriser une approche concertée, consensuelle et constructive.



# Titre X La clause de sortie

## Sous-titre 3 – Le mandat

Une phase plus automatique au cours de laquelle les parties recherchent généralement une sortie globale au moyen d'un mandat,

Lorsque la fin du partenariat approche, le pacte d'actionnaires prévoit très souvent une recherche plus systématique d'acquéreurs de la société pour permettre la sortie du partenaire financier.

Cette sortie globale n'implique pas nécessairement la sortie *in fine* de l'entrepreneur qui peut se voir proposer un réinvestissement significatif lui permettant de conserver le contrôle opérationnel de son entreprise<sup>14</sup>.

Afin de permettre cette sortie globale, les parties ont recours à une clause de mandat prévue dans le pacte.



# Titre X La clause de sortie

## Sous-titre 3 – Le mandat

Certains pactes d'actionnaires permettent à l'actionnaire entrepreneur de proposer de racheter les titres du partenaire financier, souvent à l'issue du travail de valorisation effectué par le mandataire mais préalablement à la mise en œuvre du mandat de cession. On parle alors de droit de priorité. Les principales étapes de ce droit sont les suivantes :

- le partenaire financier fait part de sa volonté d'appliquer la clause de mandat afin de rechercher une liquidité ;
- l'actionnaire entrepreneur propose à son partenaire de lui racheter ses titres sur la base du niveau de prix qu'il juge approprié ou bien sur la base de la valorisation arrêtée par le mandataire ;
- soit le partenaire financier accepte cette offre, auquel cas, aucun mandat de vente n'est donné, soit le partenaire financier ne l'accepte pas et le mandat de vente est initié ;
- à l'issue du processus de mandat, si le prix le plus élevé parmi les prix proposés reste inférieur au prix initialement proposé par l'actionnaire entrepreneur, alors ce dernier a le droit d'utiliser son droit de priorité; en l'absence d'exercice de celui-ci, l'offre la mieux disante est retenue.



# Titre X La clause de sortie

## Sous-titre 3 - Le mandat

### L'option d'achat de l'actionnaire entrepreneur (« Call »)

- Cette option d'achat, qui correspond juridiquement à une promesse de vente consentie à l'actionnaire entrepreneur par le partenaire financier sur les titres de ce dernier, peut être exercée au cours d'une période dite de sortie, arrêtée d'un commun accord entre les parties au moment de l'entrée de l'investisseur, ou encore, à partir d'une date donnée.
- Généralement, l'actionnaire entrepreneur notifie au partenaire financier sa volonté d'exercer cette option d'achat, sur la base d'un prix d'exercice arrêté d'un commun accord, souvent basé sur la formule de valorisation utilisée à l'entrée du partenaire financier. En cas de désaccord, il est également possible de prévoir le recours à un tiers, cabinet d'audit ou banque de premier rang.



# Titre X La clause de sortie

## Sous-titre 3 - Le mandat

### **L'option de vente du partenaire financier (« Put »)**

- Comme l'octroi d'une option d'achat au bénéfice de l'actionnaire entrepreneur ne signifie pas pour autant qu'il exercera cette option, la possibilité est également offerte au partenaire financier de vendre ses titres à l'actionnaire entrepreneur dans une certaine fenêtre de temps ou bien à partir d'une date donnée. En effet, comme pour la clause de mandat, il s'agit de donner l'assurance au partenaire financier qu'il trouvera une liquidité à terme.



# Titre X La clause de sortie

## Sous-titre La clause de sortie forcée

Une dernière séquence, au caractère contraignant, qui peut être mise en œuvre si la sortie n'a pas été trouvée au cours des deux phases précédentes.

La sortie sous contrainte de l'actionnaire entrepreneur constitue une étape ultime qui n'a vocation à être mise en œuvre que dans l'hypothèse rarissime où la recherche d'une liquidité du partenaire financier n'aurait pu avoir lieu durant le partenariat. En pratique, le partenaire financier n'a recours à cette sortie que dans l'hypothèse où l'actionnaire entrepreneur empêche délibérément le partenaire financier de réaliser la liquidité de son investissement.

La sortie sous contrainte est donc prévue dans le pacte d'actionnaires de manière préventive, son objectif premier étant avant tout de mettre l'actionnaire entrepreneur face à ses responsabilités.



TITRE XI  
LES MODALITES  
D'INVESTISSEMENT



# Titre X Les modalités d'investissement

## Sous-titre 1 – Prise de participation, ou pas

Le partenaire financier peut intervenir à deux niveaux : en prenant soit une participation directement dans la société opérationnelle, soit une participation dans une holding de contrôle commune.

### **Prise de participation dans la société opérationnelle**

Ce type d'intervention est le plus simple à mettre en œuvre, dans la mesure où il n'entraîne pas de modification de l'organisation juridique de la société ou du groupe de sociétés à l'exception bien entendu de cette prise de participation. La prise de participation directe est utilisée dans le cas du financement de la croissance par augmentation de capital et en cas de rachat de titres (diversification patrimoniale ou bien reclassement), lorsque le partenaire financier rachète directement des titres à un actionnaire vendeur.



# Titre X Les modalités d'investissement

## Sous-titre 1 – Prise de participation, ou pas

### **Prise de participation via une holding de contrôle**

Ce type d'intervention suppose une modification substantielle de l'actionnariat de la société opérationnelle, une holding de contrôle se substituant à des actionnaires, ceux-ci devenant alors actionnaires de la holding de contrôle :

l'actionnaire entrepreneur et éventuellement d'autres actionnaires historiques apportent des titres à une holding de contrôle qui devient de ce fait actionnaire de la société opérationnelle ;

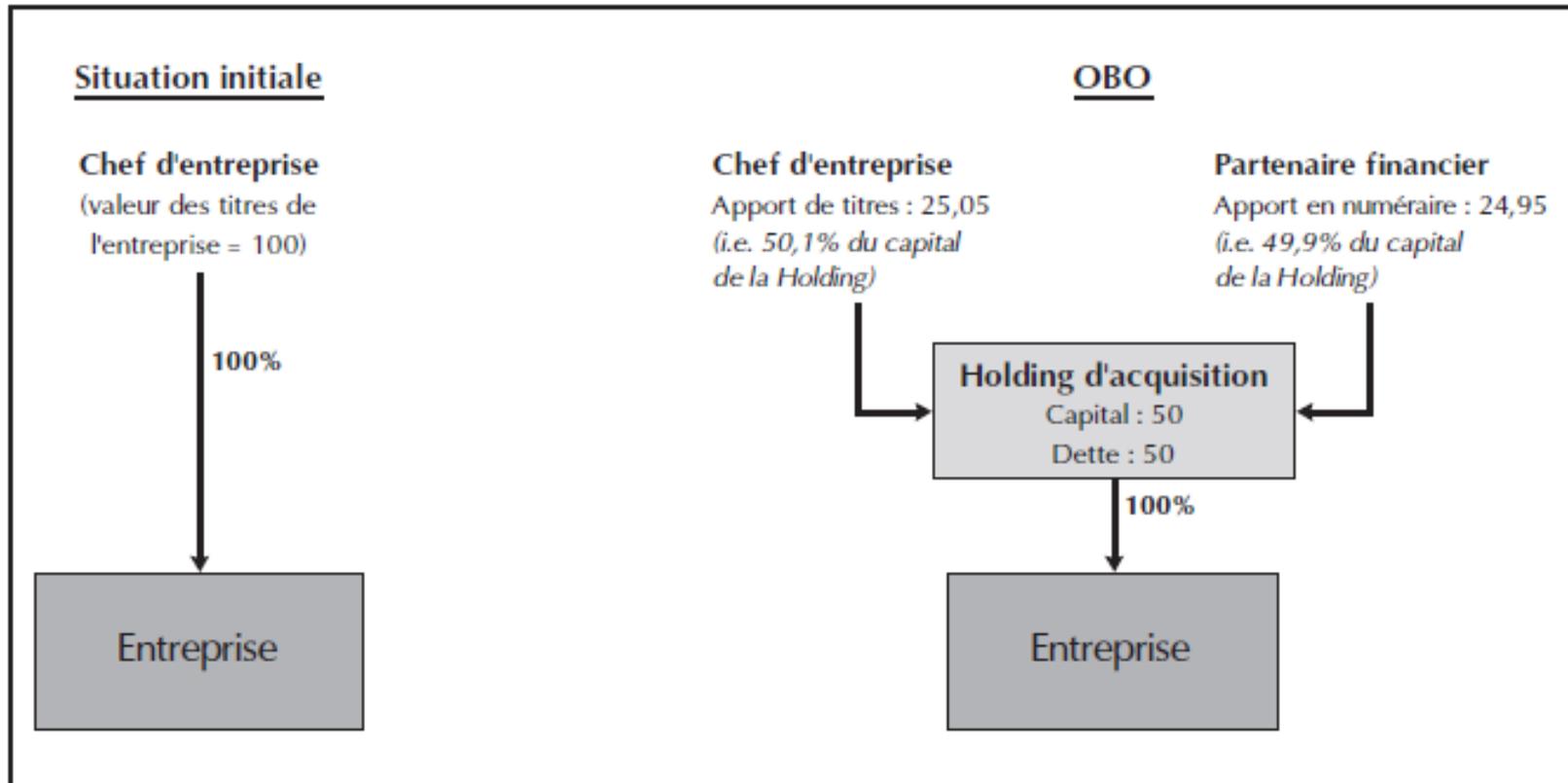
le partenaire financier intervient dans la holding de contrôle via un apport en numéraire ;

la holding de contrôle rachète des titres à certains actionnaires historiques, ses ressources provenant à la fois de l'apport de fonds réalisé par le partenaire financier ainsi que d'un recours à l'endettement. Ce type de montage, aussi appelé OBO (Owner Buy Out)



# Titre

## Sous-titre Exécutive Summary



# Titre X Les modalités d'investissement

## Sous-titre 1 – Taux de rendement interne attendu

- Le TRI est un instrument qui mesure la **performance annuelle** d'un investissement, sa **rentabilité prévisionnelle** si le décaissement n'a pas encore été effectué, ou sa **rentabilité réelle** si la sortie de l'investissement a été débloquée.
- FORMULE :  $TRI = (FV / PV)^{(1/n)} - 1$
- **n** est égal à la durée de l'investissement exprimée en année
- **PV (présent value)** est égal au montant de l'investissement d'origine
- **FV (futur value)** est égal au montant du désinvestissement réalisé à la sortie.



# Titre X Les modalités d'investissement

## Sous-titre 1 – Taux de rendement interne

Ex : un investisseur en capital acquiert 30% du capital dans une entreprise X à l'occasion d'une augmentation de capital, pour une mise de fonds de 1 millions d'€. Cette entreprise est vendue 10 millions d'€ au bout de 5 ans.

Les valeurs des variables sont donc :

$n = 5$  ans

$PV = 1$  millions d' €

$FV = 30\%$  de 10 millions d'€ = 3 millions d'€

--> TRI=24,6%

Le TRI prévisionnel s'avère plus difficile à déterminer. En effet, il faut déterminer le nombre d'année de détention de la participation et évaluer d'avance le prix de sortie.

Si le TRI est essentiel pour mesurer la rentabilité de l'investissement, le multiplicateur de l'investissement donne aussi une bonne mesure de la performance.



# Titre X Les modalités d'investissement

## Sous-titre 1 – TRI et Multiples

Calcul des TRI annuels (%) à partir des multiples (TVPI) et réciproquement.  
Source: EVCA à partir des publications de Coller Capital

Multiples	Années											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12	20
20	1900	347	171	111	82	65	53	45	39	35	28	16
15	1400	287	147	97	72	57	47	40	35	31	25	14
10	900	216	115	78	58	47	39	33	29	26	21	12
8	700	183	100	68	52	41	35	30	26	23	19	11
6	500	145	82	57	43	35	29	25	22	20	16	9
5	400	124	71	50	38	31	26	22	20	17	14	8
4	300	100	59	41	32	26	22	19	17	15	12	7
3,5	250	87	52	37	28	23	20	17	15	13	11	6
3	200	73	44	32	25	20	17	15	13	12	10	6
2,5	150	58	36	26	20	16	14	12	11	10	8	5
2	100	41	26	19	15	12	10	9	8	7	6	4
1,8	80	34	22	16	12	10	9	8	7	6	5	3
1,6	60	26	17	12	10	8	7	6	5	5	4	2
1,4	40	18	12	9	7	6	5	4	4	3	3	2
1,2	20	10	6	5	4	3	3	2	2	2	2	1
1,1	10	5	3	2	2	2	1	1	1	1	1	0
1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0,8	-20	-11	-7	-5	-4	-3	-3	-3	-2	-2	-2	-1
6	-40	-23	-16	-12	-10	-7	-7	-6	-6	-5	-4	-3
4	-60	-37	-26	-20	-17	-12	-12	-11	-10	-9	-7	-4
0,2	-80	-55	-42	-33	-28	-21	-21	-18	-16	-15	-13	-8
0,1	-90	-68	-54	-44	-37	-28	-28	-25	-23	-21	-17	-11
0	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100

Exemples: - un TRI de 32% sur 4 ans équivaut à un multiple de 3  
- un TRI de 33% sur 8 ans équivaut à un multiple de 10



# Titre X Les modalités d'investissement

## Sous-titre 1 – Les clauses d'ajustement du prix

- La clause de *ratchet* qui permet à un investisseur de se voir attribuer des parts supplémentaires de capital si les objectifs fixés de manière commune entre l'entrepreneur et l'investisseur n'ont pas été respectés : atteinte d'un certain niveau de chiffre d'affaires ou de rentabilité, ou obtention d'un certain niveau de valorisation à l'occasion d'une augmentation de capital ou d'une cession.
- La clause de liquidation préférentielle, qui autorise l'investisseur à recevoir prioritairement une partie de la vente des actifs.
- L'autre famille des clauses d'ajustement de prix concerne la répartition du prix de cession de l'entreprise lorsque l'investisseur en capital réalise son investissement.

Différents mécanismes de rétrocession par les investisseurs d'une partie de leur plus-value peuvent être utilisés, dont les plus fréquemment employés sont les suivants :



# Titre X Les modalités d'investissement

## Sous-titre 1 – Les instruments financiers

Différents mécanismes de rétrocession par les investisseurs d'une partie de leur plus-value peuvent être utilisés, dont les plus fréquemment employés sont les suivants :

- **Conversion partielle d'obligation** : une partie des fonds apportés par l'investisseur en capital prend la forme d'obligations convertibles le nombre d'obligation convertibles (OC) qui pourront être converties par l'investisseur est déterminé de telle sorte que son placement donne un TRI annuel, avec ou hors coupon, déterminé à l'avance.
- **Obligations convertibles à taux de conversion variable** : en cas d'évolution du prix de la société à la baisse par rapport aux espérances, le nombre d'actions auquel donne droit une obligation détenue par l'investisseur augmentera, à l'inverse, si le prix dépasse les attentes, le nombre d'obligations donnant droit à une action sera revu à la baisse.
- **Obligations remboursables en action à taux de remboursement variable** : le principe est le même que pour les obligations convertibles à taux de conversion variable, à la différence que les obligations sont remboursables en actions.



# Titre X Les modalités d'investissement

## Sous-titre 1 – Les instruments financiers

- **Bons de souscription d'action (BSA)** : une première possibilité est que l'investisseur financier prenne une part de capital limitée et que l'essentiel de son apport soit effectué sous forme de prêt ou de compte courant. En contrepartie, il bénéficie de BSA dont le nombre qu'il pourra exercer sera fonction du TRI final déterminé à l'avance. Ce mécanisme est proche de celui de l'ajustement du nombre d'obligations converties en fonction du TRI.

Une deuxième solution consiste à ce que les membres de l'équipe dirigeante souscrivent seuls des BSA, le nombre de BSA exercés le moment venu étant fonction du TRI de sortie de l'investisseur.

Enfin une troisième variante est que l'investisseur financier souscrive seul des BSA, et en rétrocède une partie de l'équipe dirigeante en fonction de son TRI de sortie.



# TITRE XII

## LA SORTIE DE L'INVESTISSEUR



# Titre XII La sortie de l'investisseur

## Sous-titre 1 - La cession de la majorité du capital à un opérateur industriel

### **La cession de 100% du capital de l'entreprise à un opérateur du secteur**

La sortie classique du partenaire financier reste la cession de l'entreprise à un acteur industriel. L'opération est très simple : l'actionnaire entrepreneur et son partenaire financier s'entendent pour céder conjointement leurs actions à un acquéreur en général impliqué dans la même activité, ou bien, dans une activité connexe.

### **La cession à un fonds d'investissement**

La cession de 100 % du capital de l'entreprise peut également intervenir au bénéfice d'un fonds d'investissement. Le montage de l'opération fait alors en général intervenir de la dette (ou effet de levier).



# Titre XII La sortie de l'investisseur

## Sous-titre 2 – Le rachat par l'actionnaire entrepreneur

### **Rachat en direct par l'actionnaire entrepreneur de la participation du partenaire financier**

Si l'actionnaire entrepreneur dispose de la surface financière suffisante, il peut décider de procéder lui-même au rachat de la participation de son partenaire financier. Une telle sortie peut être initialement prévue aux termes du pacte d'actionnaires (cas de l'exercice d'un « call » par l'actionnaire entrepreneur, de l'exercice d'un « put » par le partenaire financier ou encore de l'exercice d'une clause de « buy or sell ») ou bien être la conséquence de l'envie commune des actionnaires de se séparer en dehors des fenêtres de sortie prévues par le pacte.

### **Participation de l'actionnaire entrepreneur à une opération à effet de levier**

Il s'agit d'une variante du cas précédent. En effet, la liquidité de la participation du partenaire financier peut également être assurée via le rachat de cette participation par l'actionnaire entrepreneur, à travers un montage associant le recours à de l'endettement, ainsi qu'éventuellement de nouveaux partenaires financiers.



# Titre XII La sortie de l'investisseur

## Sous-titre 3 – La cession d'une fraction du capital via une opération financière

### **L'introduction en bourse**

Une autre sortie traditionnelle pour le partenaire financier est l'introduction en bourse.

### **La cession « secondaire » à un autre fonds d'investissement**

Une opération dite « secondaire » consiste, pour un fonds d'investissement, à vendre sa participation à un autre fonds d'investissement à un moment où, après plusieurs années de collaboration, le partenaire financier souhaite réaliser son investissement, tandis que l'actionnaire entrepreneur ne souhaite pas réaliser le sien.



TITRE XIII  
REPARTITION DU PRIX DE  
CESSION



# Titre XIII La répartition du prix de cession

## Sous-titre Exemple de répartition du prix de cession

Actionnaires	Actions	%	Actions	Montants (€)	Actions	%	Actions	Montants (€)	Actions	%
Fondateur X	1 800	45,0 %			1 800	30,0 %			1 800	28,5 %
Fondateur Y	1 200	30,0 %			1 200	20,0 %			1 200	19,0 %
Fondateur Z	1 000	25,0 %			1 000	16,7 %			1 000	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			1 000	1 000 000 €	1 000	16,7 %			1 000	15,8 %
Investisseur B			1 000	1 000 000 €	1 000	16,7 %			1 000	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 BSA managers							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 €		
Prix par action				1 000 €				1 000 €		
<b>Valeur</b>	<b>4 000 000 €</b>				<b>6 000 000 €</b>				<b>6 316 000 €</b>	



# Titre Titre XIII La répartition du prix de cession

## Sous-titre Répartition sans mécanisme de préférence

<b>Valeur de cession 100 %</b>	<b>10 000,00 €</b>
Prix moyen par action	1 583,28 €

ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS (€)	MONTANTS PERCUS (€)	%	PLUS-VALUE (€)
Fondateurs	4 000	63,3 %	40 000 €	6 333 122 €	63,3 %	6 293 122 €
Investisseurs	2 000	31,7 %	2 000 000 €	3 166 561 €	31,7 %	1 166 561 €
Managers	316	5,0 %	316 000 €	500 317 €	5,0 %	184 317 €
<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>MONTANT PAR NATURE D'ACTION</b>						
Fondateurs	ordinaires		10,00 €	1 583,28 €		1 573,28 €
Investisseurs	ordinaires		1 000,00 €	1 583,28 €		583,28 €
Managers	ordinaires		1 000,00 €	1 583,28 €		583,28 €

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



# Titre XIII La répartition du prix de cession

## Sous-titre Répartition sans mécanismes de préférence

- Evolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Montants en M€

Valeur cession 100 %	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 %
Managers														
							0,3	5 %	0,5	5 %	0,8	5 %	1,0	5 %
<b>Total</b>	1,0	100 %	3,0	100 %	6,0	100 %	6,3	100 %	10,0	100 %	15,0	100 %	20,0	100 %

	non récupération du capital investi
	stricte récupération
	dégagement d'une plus-value de cession



# Titre XIII La répartition du prix de cession

## Sous-titre Répartition sans mécanismes de préférence

### ➤ COMMENTAIRES

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

La dilution induite par l'exercice des BSA (de 5 % dans notre exemple) commence lorsque le prix de cession par action sur une base pleinement diluée (i.e. après exercice des BSA) est supérieur au prix d'exercice des BSA, 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 BSA 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 BSA avant exercice, plutôt que de céder les actions issues de l'exercice des BSA ; dans ce cas, le prix de cession des BSA sera égal au prix de cession des actions (calculé sur une base pleinement diluée), diminué du prix d'exercice des BSA.

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



# Titre XIII La répartition du prix de cession

## Sous-titre Exemple de répartition avec mécanisme de préférence

Valeur de cession 100 %		10 000,00 €				
Prix moyen par action		1 583,28 €				
ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS (€)	MONTANTS PERCUS (€)	%	PLUS-VALUE (€)
Fondateurs	4 000	63,3 %	40 000 €	6 333 122 €	63,3 %	6 293 122 €
Investisseurs	2 000	31,7 %	2 000 000 €	3 166 561 €	31,7 %	1 166 561 €
Managers	316	5,0 %	316 000 €	500 317 €	5,0 %	184 317 €
<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>
MONTANT PAR NATURE D'ACTION						
Fondateurs	ordinaires		10,00 €	1 583,28 €		1 573,28 €
Investisseurs	préférentielles		1 000,00 €	1 583,28 €		583,28 €
Managers	ordinaires		1 000,00 €	1 583,28 €		583,28 €

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



# Titre XIII La répartition du prix de cession

## Sous-titre Exemple de répartition avec mécanisme de préférence

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



# Titre XIII La répartition du prix de cession

## Sous-titre Exemple de répartition avec mécanisme de préférence

- Evolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Montants en M€

Valeur cession 100 %	1,0	2,04	3,0	6,0	6,32	10,0	15,0	20,0
<b>ACTIONNAIRES</b>								
Fondateurs	0,04 4,0 %	0,04 2,0 %	1,00 33,3 %	4,00 66,7 %	4,00 63 %	6,33 63 %	9,50 63 %	12,67 63 %
Investisseurs	0,96 96,0 %	2,00 98,0 %	2,00 66,7 %	2,00 33,3 %	2,00 32 %	3,17 32 %	4,75 32 %	6,33 32 %
Managers					0,32 5 %	0,50 5 %	0,75 5 %	1,00 5 %
<b>Total</b>	1,00 100 %	2,04 100 %	3,00 100 %	6,00 100 %	6,32 100 %	10,00 100 %	15,00 100 %	20,00 100 %

### ➤ 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€).



# Titre XIII La répartition du prix de cession

## Sous-titre Répartition avec mécanisme de préférence a multiple

Valeur de cession 100 %		10 000,00 €				
Prix moyen par action		1 583,28 €				
ACTIONNAIRES	ACTIONS	%	MONTANTS INVESTIS (€)	MONTANTS PERCUS (€)	%	PLUS-VALUE (€)
Fondateurs	4 000	63,3 %	40 000 €	5 560 704 €	55,6 %	5 520 704 €
Investisseurs	2 000	31,7 %	2 000 000 €	4 000 000 €	40,0 %	2 000 000 €
Managers	316	5,0 %	316 000 €	439 296 €	4,4 %	123 296 €
<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>
MONTANT PAR NATURE D'ACTION						
Fondateurs	ordinaires		10 €	1 390 €		1 380 €
Investisseurs	préférentielles		1 000 €	2 000 €		1 000 €
Managers	ordinaires		1 000 €	1 390 €		390 €

**Multiple** sur actions de préférence : 2

La préférence s'exerce tant que les actions préférentielles, détenues pas les investisseurs, n'ont pas récupéré le prix de souscription x 2.



# Titre XIII La répartition du prix de cession

## Sous-titre Répartition avec mécanisme de préférence a multiple

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 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 ( <i>catch-up</i> ) leur % dans le prix de vente, jusqu'à :	5 956 840 €	10 000 000 €
Les BSA 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 €
NB - le rattrapage des actions préférentielles par les actions ordinaires est atteint à une valorisation (cumul) de :		12 632 000 €

Au-delà, la répartition du prix de cession se fait au prorata des actions.



# Titre XIII La répartition du prix de cession

## Sous-titre Répartition avec mécanisme de préférence à multiple

- Evolution de la répartition du produit de cession en fonction du prix de cession

Montants en M€

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

### ➤ 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€).



# Annexe – Répertoire des fonds français

1. 123Venture <http://www.123venture.com/>
2. 21 Centrale Partners <http://www.21centralepartners.com/?lingua=fr>
3. 360° capital Partners <http://360capitalpartners.com/>
4. 5M VENTURES <http://www.5m-ventures.com/fr/>
5. A Plus Finance <http://www.aplusfinance.com/>
6. Abénex Capital <http://www.abenexcapital.com/>
7. Ace Management <http://www.acementagement.fr/>
8. ACG Capital <http://www.acg-capital.com/>
9. Activa Capital <http://www.activacapital.com/>
10. Agregator Capital <http://agregator-capital.com/>
11. ALIENOR CAPITAL <http://www.alienorcapital.com/>
12. Alpha <http://www.groupe-alpha.com/>
13. Alsace Capital <http://alsacecapital.eu/>
14. Alumni Business Angels <http://www.alumni-ba.com/>
15. Alven Capital Partners <http://www.alvencapital.com/?lang=fr>
16. Apicil Proximité <http://www.apicil.com/>
17. Aquasourca <http://www.aquasourca.com/>
18. ACI <http://www.aquasourca.com/>
19. Aquiti Gestion <http://www.aquiti.fr/>
20. ARDIAN <http://www.ardian-investment.com/>
21. Argos SODITIC <http://www.argos-soditic.ch/>
22. Arkeon <http://www.arkeonfinance.fr/>
23. Arts et Biens <http://www.artsetbiens.com/fr/>
24. Arts et métiers business Angels <http://www.am-businessangels.org/>
25. Arve Industries Capital <http://www.arve-industries.fr/>
26. Auriga Partners <http://www.auriga-ventures.com/>
27. Azulis Capital <http://www.azuliscapital.fr/>
28. Banexi Ventures Partners <http://www.banexiventures.com/>
29. Blackfin Capital Partners <http://www.blackfincp.com/fr>
30. Suez Environnement <http://www.suez-environnement.fr/>



# Annexe – Répertoire des fonds français

31. Breega Capital <http://breega.com/>
32. Bretagne Jeunes Entreprises <http://www.bje-capital-risque.com/>
33. Calao Finance <http://www.calaofinance.com/>
34. Calliode <http://www.calliode.fr/>
35. Capital Provence Business A <http://www.provenceangels.com/>
36. Capitole Angels <http://www.capitole-angels.com/>
37. Capzanine <http://www.capzanine.com/>
38. Carvest <http://www.carvest.fr/>
39. CDC Entreprises <http://www.caissedesdepots.fr/>
40. CDC Innovation <http://www.innovationcapital.fr/>
41. Chequers Capital <http://www.chequerscapital.com/>
42. Ciclad <http://www.ciclad.com/>
43. Citizen Capital <http://www.citizencapital.fr/>
44. CM-CIC Capital Finance <http://www.cmcic-capitalfinance.com/fr/>
45. Cobalt Capital <http://www.cobalt-cap.com/>
46. Creadev <http://www.creadev.fr/>
47. D&P Finance <http://www.dp-finance.fr/>
48. Davai Investment <http://www.davai-investment.com/>
49. Dirigeants et LBO <http://www.dlbo.fr/>
50. Digital Place <http://www.digitalplace.fr/index.php/fr/>
51. Dynalism <http://www.dynamism.com/>
52. Ecomobilité ventures <http://www.ecomobilite-ventures.com/>
53. Edmond Rothschild Investment <http://www.edmond-de-rothschild.fr/>
54. Elaia Partners <http://www.elaia.com/>
55. Emertec <http://www.emertec.fr/fr/>
56. Entrepreneur Venture Gestion <http://www.entrepreneurventure.com/>
57. Equitis Gestion <http://www.equitis.fr/>
58. Etoile ID <https://www.credit-du-nord.fr/>
59. Extend AM <http://www.extendam.com/>
60. Femmes Business Angels <http://www.femmesbusinessangels.org/fba>



# Annexe – Répertoire des fonds français

61. Financière Boscary <http://www.boscary.fr/>
62. FinanCités <http://www.financites.fr/>
63. Finorpa <http://www.finorpa.fr/>
64. FRCI <http://frci-idf.com/>
65. FSN PME <http://www.bpifrance.fr/>
66. GALIA GESTION <http://www.galia-gestion.com/>
67. Gemmes Venture <http://gestion-fonds-capital-investissement-investisseurs-strategie.gemmes-venture.com/>
68. Generis Capital <http://www.generiscapital.com/>
69. GIMV <http://gimv.com/fr/>
70. Gorgé Investissement <http://www.gorge-investissement.com/>
71. Grand Ouest Capital <http://www.gocapital.fr/>
72. Groupe Investor in Private Equity <http://www.investorsgroup.com/fr/>
73. Groupe IRD <http://www.groupeird.fr/>
74. HBC Capital <http://www.hbc-capital.com/>
75. HLD Associés <http://hld.fr/>
76. I Source Gestion <http://www.isourcevc.com/fr/>
77. IDF Capital <http://www.idfcapital.fr/>
78. IDI <http://www.idi.fr/>
79. IDInvest Partners <http://www.idinvest.com/>
80. ILP SADEPAR <http://www.ilp-sadepar.com/ilpsadepar/index.php>
81. Innobio <http://www.innobio.cn/en/index.html>
82. Innovacom <http://www.innovacom.com/>
83. Innovafonds <http://www.innovafonds.eu/innovafonds/>
84. Inocap <http://www.inocap.fr/>
85. Institut de développement éco <http://www.economie.gouv.fr/igpde>
86. Investessor <http://www.investessor.fr/>
87. Iris Capital Management <http://www.iriscapital.com/>
88. IRPAC <http://www.irpac.eu/>
89. IXO PRIVATE EQUITY <http://www.ixope.fr/>
90. Keensight Capital <http://www.keensightcapital.com/>



# Annexe – Répertoire des fonds français

- 91. L Capital <http://www.lcapital.eu/>
- 92. LBO France <http://www.lbofrance.com/fr/>
- 93. Le mans sarthe investissements <http://www.lmsinvestissements.fr/>
- 94. Masseran Gestion <http://www.masseran.com/>
- 95. MBO Partenaires <http://www.mbopartenaires.com/>
- 96. Midi Capital <http://www.midicapital.com/>
- 97. Mode et Finance
- 98. Montefiore <http://www.montefiore.fr/>
- 99. Multicroissance <http://www.multicroissance.fr/>
- 100. NextStage <http://www.nextstage.com/>
- 101. Nord capital Partenaires <http://www.nord-cp.com/>
- 102. Nord Creation <http://www.groupeird.fr/>
- 103. Octalfa <http://www.octalfa.eu/>





**ARKAN**

RÊVER, CROIRE ET OSER

[www.arkan.re](http://www.arkan.re)