

Comment ouvrir son capital à des investisseurs ?

Introduction

La vie d'une entreprise et son développement connaîtront de nombreuses étapes qui constitueront pour son actionnaire dirigeant autant d'occasions de s'interroger sur l'opportunité d'ouvrir ou non son capital à un ou plusieurs investisseurs.

Pourquoi ouvrir son capital ?

Les termes de ce choix impliquent, par définition, que l'actionnaire dirigeant prenne en compte, dans son analyse, de nombreux paramètres, eux-mêmes de nature extrêmement différente: au plus près de l'évolution de son entreprise et du secteur d'activité au sein duquel il évolue, il sentira que le moment est venu de changer de dimension, ou encore que la contraction du marché impose de s'adresser à un partenaire industriel... autant de situations auxquelles s'ajoutera la dimension psychologique animant l'actionnaire dirigeant.

La relative solitude que l'actionnaire dirigeant peut ressentir en tant que décisionnaire exclusif pourra le conduire à rechercher un coactionariat avec des intervenants spécialisés, tels que les représentants d'investisseurs financiers, afin de l'accompagner le long d'une nouvelle étape du développement de son entreprise.

En effet, l'entrée d'un nouvel associé permettra au dirigeant actionnaire de bénéficier d'un regard neuf sur la stratégie de son entreprise et ses perspectives, ainsi que du réseau de relations et d'experts de l'investisseur: la circonstance de côtoyer un partenaire expérimenté et partageant les mêmes risques capitalistiques peut engendrer des répercussions intéressantes dans les orientations stratégiques de l'entreprise, voire sur le style de management.

L'actionnaire dirigeant pourra également être tout simplement soucieux de réaliser une partie de son patrimoine professionnel, tout en restant aux commandes de son entreprise.

Enfin, l'entrée du nouvel associé au capital peut permettre de régler une situation conflictuelle entre actionnaires historiques, en permettant la sortie d'un actionnaire en désaccord avec la stratégie désormais suivie par l'actionnaire dirigeant.

Quel profil d'investisseur financier privilégié ?

L'actionnaire dirigeant pourra faire appel à l'intervention d'un investisseur financier à chacune des phases de la vie de son entreprise.

Lors de la création de la société

Certains investisseurs financiers se sont spécialisés dans le financement de l'amorçage (1) de l'entreprise: ce type d'investissement, très en amont, comporte un risque particulièrement élevé d'échec et requiert généralement un accompagnement soutenu du management par les représentants de l'investisseur (sous forme de coaching).

Les modalités juridiques de cet accompagnement nécessiteront bien entendu une analyse circonstanciée de chaque situation.

De nombreux investisseurs personnes physiques (les business angels) sont également susceptibles d'intervenir à ce stade de développement précoce de la société (early stage) (1).

Ces business angels (1) investissent à titre privé et sont en mesure d'apporter, en complément de leurs fonds en capital, une expérience plus opérationnelle au profit de la jeune société.

Au cours du développement de la société

L'intervention d'un investisseur financier à ce stade se justifiera par le souci de financer la croissance interne ou externe de l'entreprise.

Les intervenants dans le domaine du capital développement (1) sont nombreux: la plupart du temps, il s'agira d'affiliés de groupes bancaires, français ou étrangers, constitués sous forme de sociétés de capital-risque ou de FCPR (1).

Certains investisseurs financiers se sont spécialisés dans les prises de participation à l'occasion d'une phase de réintroduction en bourse: ces apports de fonds, intervenant entre 24 à 18 mois avant la date projetée pour la cotation des titres, auront pour finalité d'accélérer le développement de la société dans la perspective de cette cotation.

(1) Voir le glossaire.

En phase de transmission de la société

Dans le souci d'optimiser la transmission des entreprises, les investisseurs financiers ont permis depuis plusieurs années le développement de montages juridiques et financiers.

Pour la plupart, ces montages reposent sur un mécanisme présentant un effet de levier (plus communément connu sous l'appellation de LBO : leverage buy out) (1) auquel le présent ouvrage consacrera de larges développements.

Ce type de dispositif présente également pour intérêt, en raison de l'existence d'une dette d'acquisition, d'abaisser sensiblement le montant de l'investissement en capital à déboursier par le repreneur ou les dirigeants salariés aux moyens limités.

Les opérations à effet de levier représentent aujourd'hui la moitié du marché du capital investissement européen.

En phase de retournement

L'entrée d'un investisseur au capital, lors d'une phase dite de retournement, consiste à injecter des fonds propres au sein d'une entreprise en difficulté : l'analyse menée par l'investisseur le conduira à considérer que les difficultés auxquelles l'entreprise doit faire face sont passagères et réversibles, et que son apport de fonds peut consolider ses fondamentaux pour l'avenir.

Il s'agit bien entendu d'opérations d'investissement à haut risque, et les investisseurs spécialisés sont relativement peu nombreux dans le secteur du retournement.

L'association française des investisseurs en capital (AFIC) édite chaque année le guide du capital investissement, lequel décrit les structures d'investissement agréées ainsi que leur politique d'investissement.

En l'espace d'une douzaine d'années, le capital investissement a véritablement acquis en France ses lettres de noblesse.

Il a traversé plusieurs cycles économiques et a démontré sa bonne capacité de résistance. Aujourd'hui, il s'agit d'une profession arrivée à maturité : il existe trois fois plus de structures spécialisées qu'il y a 12 ans et le montant des fonds gérés a été multiplié par 20 sur cette période.

En 2001, le marché français du capital investissement représentait :

3,3 Md€ d'investissements,

5,1 Md€ de capitaux levés,

et des investissements dans plus de 1 500 entreprises.

Le capital investissement (amorçage, création, développement) est devenu, avec 1,3 Md€ investis en 2001, un important contributeur en fonds propres, et devance largement les marchés boursiers puisque l'ap-

(1) Voir le glossaire.

port aux entreprises des marchés réglementés (nouveau et second marché) a été de 0,3 Md€ en 2001.

L'année 2001 s'est toutefois inscrite en recul par rapport à 2000, qui fut l'année de tous les records avec des investissements qui se sont élevés à 5,3 Md€. La crise du secteur des nouvelles technologies explique ce tassement.

Les investissements en fonds propres se sont répartis de la manière suivante (source AFIC) :

Année 2000		Année 2001
Investissements en :		
- création	1 155 M€	561 M€
- développement	1 884 M€	720 M€
- LBO, transmission	2 020 M€	1 936 M€
- autres	245 M€	69 M€

Les principales tendances observées en 2001 conduisent à constater un recul important des investissements en création et en développement et une très bonne tenue des opérations de LBO et de transmission.

L'on peut considérer que les perspectives pour l'investissement en fonds propres sont très favorables en Europe en général et en France en particulier. En effet, le capital investi dans les sociétés non cotées représente 1,5 % du PIB aux USA contre 0,53 % du PIB en Europe: si la France devait combler son retard, les montants investis devraient par conséquent être multipliés par trois.

D'autres facteurs permettent de prédire une évolution favorable de l'investissement en fonds propres sur le territoire français :

- l'arrivée à l'âge de la retraite de nombreux dirigeants actionnaires ;
- les besoins importants de recentrage des grands groupes industriels diversifiés les conduisent à se séparer d'activités non stratégiques ;
- une plus grande valorisation de l'esprit entrepreneurial et de la fonction d'actionnaire ;
- un environnement juridique et fiscal relativement favorable ;
- des équipes gérant les fonds d'investissement de plus en plus professionnelles et, en particulier, un marché de la dette d'acquisition qui s'est structuré.

Comment ouvrir son capital à un investisseur ?

L'entrée d'un investisseur au capital d'une société imposera bien entendu la formalisation de l'accord entre les parties ainsi que le respect de nombreuses contraintes d'ordre technique (juridiques, financières et fiscales) :

c'est l'objectif premier du présent ouvrage que de passer en revue, tant du point de vue de l'actionnaire que de celui de l'investisseur financier, l'ensemble des principes, modalités et contraintes de toute nature accompagnant les opérations d'ouverture du capital, aux configurations variées en pratique.

Le présent ouvrage a pour objectif de présenter les principes et paramètres sur lesquels reposera toute opération d'ouverture du capital: cette présentation suivra l'articulation et la chronologie généralement rencontrée en pratique, ce qui revient à examiner:

- le processus d'ouverture du capital à l'investisseur, correspondant aux étapes de nature financière (valorisation de l'entreprise) et juridique (procédures conduisant à la formalisation de l'engagement des parties): chapitre 1;
- les modalités juridiques de la prise de participation par l'investisseur conduisant à passer en revue les outils juridiques à la disposition de l'investisseur à l'occasion de son investissement, et les règles de vie en commun entre actionnaires une fois la prise de participation réalisée, qu'il conviendra de définir au sein du pacte entre actionnaires ou des statuts de la SAS: chapitre 2;
- l'ingénierie fiscale optimisant l'ouverture du capital et la situation des parties en présence: de quelle manière améliorer les incidences fiscales d'une opération de reprise, tant au regard du montage lui-même qu'à l'égard du cédant de l'entreprise et de son repreneur?: chapitre 3;
- la mise en œuvre des outils permettant d'optimiser les conditions de sortie: quelles modalités conventionnelles, contraignantes ou incitatives, retenir entre les parties, afin d'optimiser la liquidité de l'investissement en capital?: chapitre 4.