

Gérer l'arrivée d'un fonds au capital



Sommaire

Introduction	3
---------------------	----------

1. Gouvernance et contrôle	
partager le pouvoir et renforcer les processus décisionnels	4
1. La mise en place d'un organe collégial de gouvernance : un élément clé de la négociation	4
2. L'instauration de mécanismes d'information et de consultation : entre transparence et collaboration	6
3. Aspects réglementaires : contraintes et leviers stratégiques	8

2. Direction et équipes	
utiliser le pacte d'associés pour sécuriser les personnes clefs et l'actionnariat	10
1. <i>Management package</i> : comment aligner les intérêts ?	10
2. Encadrement des départs des cadres clés	11
3. L'importance des conditions formelles de mise en œuvre des promesses de vente	12
4. Pacte d'associés et contrat d'adhésion	13
5. La modulation des clauses de <i>bad leaver</i>	14
6. Engagement de non-concurrence : trouver un équilibre entre protection et liberté d'entreprendre	14
7. Les clauses d'exclusion : un mécanisme régulateur à anticiper	15

3. Capital et financement	
gérer les évolutions et préparer la sortie	17
1. Les mécanismes de préservation des équilibres initiaux	17
2. Accompagner le développement	18
3. Anticiper et organiser les sorties	21

Méthodologie	24
---------------------	-----------

Références	25
-------------------	-----------

Remerciements	26
----------------------	-----------

À propos de Reinhart Marville Torre	27
--	-----------

Introduction ●

Le co-fondateur d'un fonds de capital-amorçage basé à New York et Accra interrogé pour les besoins de cette étude souligne que l'entrée d'un investisseur au capital est toujours une étape clef, qui nécessite un accompagnement adapté : « *Il faut réfléchir à l'architecture que l'on veut mettre en place, identifier ce qu'il faut pour être "investment ready" et construire avec ses conseils une vraie checklist en vue de préparer la documentation* ».

Pour autant, les mécanismes juridiques utilisés, de plus en plus complexes, sont souvent vus comme une ultime protection, parfois théorique, en tout cas à mobiliser en dernier recours. Selon la directrice juridique d'un autre fonds d'investissement interrogé, « *les pactes sont nécessaires, ils posent un cadre, mais en pratique toutes ces clauses ne sont jamais réellement exercées. Le dialogue passe d'abord. Il faut être pragmatique. Pour moi, le pacte est une arme qu'on ne dégoupille qu'en cas*

de contentieux. Pas dans les relations au quotidien ».

Entre ces deux réalités – le cadre contractuel et la primauté de la relation – se joue l'essentiel de la réussite d'une opération d'investissement. L'entrée d'un fonds au capital n'est pas seulement une levée de fonds : c'est un changement de gouvernance, de temporalité et d'équilibre des pouvoirs. Mal anticipée, elle peut générer des tensions durables. Bien structurée, elle devient un levier de réussite.

Ce guide a pour objectif d'offrir une brève

lecture pratique des principaux enjeux juridiques liés à l'arrivée d'un fonds au capital, au regard de leurs dimensions opérationnelles, stratégiques et humaines, afin de permettre aux dirigeants et investisseurs d'aborder cette étape avec méthode et confiance.

L'entrée d'un fonds au capital n'est pas seulement une levée de fonds : c'est un changement de gouvernance, de temporalité et d'équilibre des pouvoirs.



1. Gouvernance et contrôle :

partager le pouvoir et renforcer les processus décisionnels

L'arrivée d'un fonds d'investissement au capital d'une entreprise s'accompagne généralement d'une redéfinition des modalités de la gouvernance. Selon la répartition du capital et la nature des droits négociés, cette entrée peut aller jusqu'à modifier le contrôle effectif de la société. L'investisseur, soucieux de sécuriser sa participation, cherchera à contrôler ou – du moins – influencer les orientations stratégiques à travers un droit de regard, voire un droit de veto, sur certaines décisions importantes.

La négociation du pacte visera avant tout à rechercher un équilibre entre liberté sur la gestion du dirigeant et encadrement des prises de décisions stratégiques par les investisseurs, et ce afin de permettre notamment une gestion sereine au quotidien de l'entreprise.

Contrairement à une croyance répandue, le fonds n'est pas toujours en position de force du simple fait de son apport de liquidités. Pour l'associé d'un fonds de capital-amorçage français, le rapport de force s'équilibre grâce aux mécanismes de gouvernance et de partage d'informations prévus dans le pacte d'associés : *« Les fondateurs ont une arme nucléaire : s'ils ne veulent pas travailler on ne peut pas les forcer. Si tu n'as pas le droit de veto, les fondateurs prennent forcément le dessus. Il faut qu'ils nous impliquent dans leurs décisions »*.

Sur le plan juridique, la distinction entre contrôle exclusif, contrôle conjoint et simple exercice d'une influence notable est déterminante, notamment au regard du droit des sociétés et du droit de la concurrence. Un investisseur qui dispose de la capacité de nommer ou révoquer les dirigeants, de valider le budget ou de bloquer les décisions stratégiques essentielles peut être considéré comme exerçant un co-contrôle avec l'actionnaire historique. Un investisseur qui co-contrôle ainsi le capital aura un poids déterminant dans les choix de gouvernance.

Ces droits attachés au contrôle conjoint sont généralement négociés par des investisseurs significatifs – souvent à partir d'un quart ou d'un tiers du capital – mais les seuils varient selon les pratiques de marché, la maturité de l'entreprise, la répartition du capital préexistante et le rapport de force entre les parties. Pour les investisseurs minoritaires, les droits se concentrent surtout sur la protection de la valeur : interdiction de modifier substantiellement l'activité et le périmètre, encadrement des investissements et endettements significatifs, et plus généralement contrôle des opérations susceptibles d'altérer le profil de risque.

La traduction concrète de ces équilibres s'opère à travers la création ou le réagencement d'organes collégiaux de gouvernance, la mise en place de mécanismes d'information et la prise en compte des contraintes réglementaires (droit de la concurrence, conformité, RSE) et du risque de qualification de gestion de fait. L'enjeu est de trouver un juste milieu entre le nécessaire partage du pouvoir et l'efficacité opérationnelle de la direction.

1. La mise en place d'un organe collégial de gouvernance : un élément clé de la négociation

- **Organe collégial d'administration et/ou surveillance pour superviser la direction**

La négociation de l'arrivée d'un investisseur conduit presque toujours à la mise en place ou à l'adaptation d'un organe collégial de gouvernance qui prendra diverses dénominations, qu'il s'agisse d'un conseil d'administration, d'un conseil de surveillance ou encore d'un comité stratégique. Cet organe permet à l'investisseur d'avoir un droit de regard sur la gestion de l'entreprise et la prise de décisions stratégiques, sans pour autant se substituer aux dirigeants opérationnels.

Enjeux

- Doter la société d'un organe à même d'arbitrer les intérêts entre toutes les parties prenantes et d'orienter la stratégie en collaboration avec la direction ;
- Organiser les processus de décision en cohérence avec la réalité opérationnelle ;
- Favoriser un climat de confiance entre les opérationnels et les investisseurs.

- **Composition et règles de majorité**

La composition de l'organe collégial reflète le rapport de force : nombre de membres, droits de nomination spéciaux ou présence de membres indépendants pour aider à arbitrer les divergences. Les règles de majorité constituent un autre point sensible : majorité simple pour les décisions courantes, super-majorité ou unanimité pour les décisions structurantes (cession d'actifs, endettement significatif, opérations de croissance externe, etc.).

Enjeux

- Refléter adéquatement la répartition du capital sans figer la gouvernance ;
- Créer une dynamique constructive au sein de l'organe de gouvernance ;
- Éviter les situations de blocage.

Pour le co-fondateur d'un fonds d'investissement qui investit majoritairement en *early-stage*, la question de la gouvernance est présente en toile de fonds des investissements, et ce dès la phase d'amorçage : « À partir d'un million de dollars en seed, on demande un siège au conseil. Plus tard, en Serie A ou au-delà, on regarde la composition du board : s'il n'est pas jugé assez solide, on veut y être, au moins comme observateur. Et même avec les jeunes boîtes, on prévoit une side letter qui nous assurera une place quand le conseil d'administration sera créé ».

- **Attributions**

Enfin, les attributions de l'organe doivent être clairement définies dans les statuts ou dans le pacte d'associés : détermination et/ou approbation du budget et du plan d'affaires, désignation des dirigeants et des commissaires aux comptes, contrôle des opérations exceptionnelles, etc. Cet encadrement doit permettre d'assurer à l'investisseur la visibilité et l'influence recherchées, tout en laissant une marge de manœuvre suffisante aux fondateurs ou dirigeants pour gérer l'activité quotidienne.

Enjeux

- Trouver l'équilibre entre droit de regard des investisseurs et l'autonomie des dirigeants-fondateurs (en pratique, tracer la frontière entre décisions stratégiques et gestion opérationnelle à travers des critères de significativité pertinents) ;
- Préserver l'agilité et la lisibilité des processus de décision ;
- Adapter la gouvernance aux évolutions de la société – croissance importante ou, au contraire, survenance de difficultés.

Dans certains cas, l'entrée d'un fonds peut s'accompagner d'un changement de direction. Parfois, les investisseurs veulent aussi se ménager la possibilité de forcer le remplacement futur de l'équipe en place ou d'y adjoindre les personnes qu'ils auront choisies en cas d'imprévu, notamment en cas de départ ou de sous-performance. Ils cherchent alors à favoriser la désignation de dirigeants expérimentés, parfois proposés par eux-mêmes, ou en imposant un processus de sélection conjoint.

“ En réalité, plus l'activité est petite, plus changer un management est délicat. ”

Ce point est souvent délicat, car il touche à l'équilibre entre les fondateurs et le nouvel actionnaire. Pour l'associé en charge des PME dans un important fonds d'investissement, forcer le rempla-

cement de l'équipe de direction est un pari risqué : *« Il y a des fonds qui pensent que le management est un actif remplaçable ; en réalité, plus l'activité est petite, plus changer un management est délicat ».*

Enjeux

- La préservation de la culture d'entreprise et la rétention des hommes-clés ;
- L'équilibre entre la recherche de performance à court terme et la création de valeur à long terme ;
- L'anticipation des imprévus de la vie et la mise en place d'un plan de succession.

2. L'instauration de mécanismes d'information et de consultation : entre transparence et collaboration

• Format et rythme du reporting

Outre la gouvernance formelle, les investisseurs exigent des mécanismes d'information réguliers pour suivre la performance et anticiper les risques, au-delà des obligations légales. L'information financière et commerciale périodique, ou « reporting », peut avoir des répercussions opérationnelles significatives au quotidien et doit être adaptée au rythme de l'activité : mensuel ou trimestriel pour les indicateurs clés, annuel pour les bilans stratégiques. Le format est également important : tableaux de bord synthétiques, rapports détaillés, présentations au conseil.

“ Il est important de discuter pour cadrer le reporting en amont, cela demande du travail dédié et il faut aimer le contradictoire. ”

Pour les investisseurs, la mise en place de mécanismes d'information permet de suivre leurs objectifs : *« Quand on fait un investissement, on projette la société dans un futur proche selon la vision de l'entrepreneur, pas selon notre vision. C'est au moment des premiers boards qu'on va présenter nos KPIs et définir un succès commun »*, explique un directeur d'investissement.

Pour d'autres, le format qui permet de fluidifier le partage d'informations et de créer une émulation entre les participations est différent, comme l'explique une directrice juridique : *« toutes les six semaines pendant*

une semaine, toutes les start-ups viennent au bureau, on regarde le pipe de chacun, les enjeux, et on conduit des ateliers de brainstorming. L'idée est de travailler main dans la main ».

Le point de vue des fondateurs dépend de leurs attentes. Par exemple, pour ce directeur général d'un groupe hôtelier, *« il est important de discuter pour cadrer le reporting en amont, cela demande du travail dédié et il faut aimer le contradictoire. Dans ces conditions, on comprend qu'un board tous les mois, c'est beaucoup ».*

Enjeux

- Définir un niveau de reporting efficace et pertinent compte tenu des objectifs du plan d'affaires ;
- Maintenir la cohérence avec les exigences de transparence des créanciers et autres tiers intéressés ;
- Éviter une charge administrative excessive et disproportionnée au regard de la taille de la société.

• Droits d'audit

Certains investisseurs négocient des droits d'audit, leur permettant de diligenter des vérifications ponctuelles ou de mandater un expert indépendant pour étudier en profondeur certains aspects de l'activité. Ces droits, bien que rarement exercés en pratique, constituent une protection importante pour l'investisseur, notamment en cas de soupçon de dérive financière ou de problèmes de conformité.

Enjeux

- Garantir la sécurité de l'investisseur sans instaurer une défiance permanente ;
- Respecter le principe de loyauté et la proportionnalité des moyens de contrôle ;
- Répartir les coûts d'audit de façon équitable.

• Censeurs et comités consultatifs (*advisory boards*)

La mise en place de censeurs (membres sans droit de vote) ou de comités consultatifs (*advisory boards*) est également fréquente. Ces organes offrent à l'investisseur un canal d'information supplémentaire et un espace de dialogue stratégique plus ouvert, sans modifier directement les équilibres de pouvoir. Ils permettent aussi d'associer des experts sectoriels, utiles pour orienter la croissance ou préparer des opérations de sortie.

Enjeux

- Dynamiser la gouvernance sans modifier la structure formelle des pouvoirs ;
- Préserver les informations stratégiques de l'entreprise vis-à-vis de ses concurrents ;
- Trouver la structure d'intéressement ou de rémunération appropriée.

Au final, l'ensemble de ces mécanismes de gouvernance vise à concilier deux impératifs : la transparence, nécessaire à la protection de l'investissement, et la collaboration, indispensable à la réussite du projet commun. Trop de contrôle risque d'étouffer la réactivité de la direction, trop peu d'information peut fragiliser la relation de confiance. Le calibrage de ces dispositifs doit donc être au cœur de la négociation.

Le degré d'implication de l'investisseur dépend de son profil et des attentes de l'entreprise. Selon l'associé d'un *family office*, clarifier les attentes respectives est un élément décisif pour s'assurer d'une bonne collaboration entre les parties prenantes : « *Nous sommes un family office très interventionniste. Un dirigeant qui veut avoir la paix, il ne faut pas qu'il travaille avec nous. S'il y a un désaccord initial sur ce qu'attend un dirigeant de la part d'un fonds, ou sur ce qu'attend un fonds de la part d'un dirigeant, cela pourrait se transformer en contentieux ensuite* ».

3. Aspects réglementaires : contraintes et leviers stratégiques

- **Contrôle des concentrations (seuils, procédures)**

L'arrivée d'un fonds d'investissement peut entraîner l'obligation de notifier cette opération à une autorité de concurrence au titre du contrôle des concentrations.

Dans un premier temps, il convient d'analyser si l'opération conduit à l'acquisition par l'investisseur du contrôle exclusif ou conjoint de la cible. On soulignera que la notion de contrôle ici visée est spécifique au droit des concentrations.

Dans l'affirmative, et dans un second temps, il convient de déterminer si l'opération dépasse les seuils de contrôle (en France, au niveau de l'Union européenne et à l'étranger, selon la zone d'activité et la répartition géographique du chiffre d'affaires du fonds et de la cible).

Les seuils de chiffre d'affaires déclenchant ces obligations doivent être examinés dès la phase préparatoire, notamment dans la mesure où, pour le fonds investisseur, il convient de tenir compte du chiffre d'affaires réalisé par toutes les participations contrôlées par le fonds ainsi que par toutes les participations contrôlées directement ou indirectement par sa société de gestion ou le groupe auquel il appartient.

À compter du 1^{er} septembre 2026, les seuils français de notification des opérations de concentration à l'Autorité de la concurrence sont relevés. Une opération doit désormais être notifiée en France si :

- les entreprises concernées réalisent ensemble un chiffre d'affaires mondial supérieur à 250 M€ hors taxes, contre 150 M€ auparavant,
- au moins deux d'entre elles réalisent chacune en France plus de 80 M€ de chiffre d'affaires hors taxes, contre 50 M€ auparavant.

Enfin, le fait qu'une opération soit sous les seuils français ne supprime pas tout risque concurrentiel : certaines opérations sous les seuils peuvent attirer l'attention de l'Autorité de la concurrence, lorsqu'elles sont réalisées par un acteur dominant et que l'opération est susceptible de renforcer une position de marché, ou dans la perspective de l'adoption d'un futur mécanisme de contrôle ciblé des opérations non-notifiables.

Enjeux

- Éviter tout risque de prise de contrôle de facto anticipée (ou « *gun jumping* ») avant une réalisation soumise au contrôle des concentrations
- Identifier en amont si l'entrée du fonds entraîne une prise de contrôle exclusif ou conjoint, notamment en analysant les droits de veto et de gouvernance prévus dans le pacte d'associés ;
- Cartographier les participations contrôlées par le fonds afin de vérifier le chiffre d'affaires à prendre en compte au titre du contrôle des concentrations et d'identifier les chevauchements concurrentiels ;
- Anticiper les délais, conditions et éventuels engagements liés au contrôle des concentrations pour négocier la répartition du risque concurrence ;
- Vérifier les régimes réglementaires connexes susceptibles d'affecter le calendrier : contrôle des investissements étrangers ou des subventions, autorisations sectorielles, règles de marchés publics.

- **Prévention des ententes et protection des informations commercialement sensibles**

Un autre enjeu concerne la prévention des ententes et, à ce titre, consiste à s'assurer que la phase d'audit, les négociations et la préparation de la réalisation de l'opération ne conduisent pas à l'échange d'informations stratégiques et confidentielles lorsque le fonds détient une participation dans le même secteur que la cible.

Il convient alors de mettre en place des protocoles de confidentialité stricts et, parfois, des mécanismes de confidentialité renforcée à travers un groupe de destinataires restreints, dit « *clean team* », pour limiter l'accès à certaines données.

Enjeux

- Identifier les informations commercialement sensibles avant toute communication et prévenir la circulation desdites informations entre sociétés concurrentes détenues par un même fonds ;
- Mettre en place, si nécessaire, des protocoles de confidentialité renforcés ou des mécanismes de *clean team* et documenter les mesures mises en place pour démontrer la prévention du risque concurrentiel ;
- Rassurer l'investisseur sur l'accès aux informations sans créer de risque de sanction en sécurisant la participation des représentants du fonds aux organes de gouvernance et d'en encadrer les droits d'information prévus dans le pacte d'associés.

- **Conformité et RSE**

Par ailleurs, les autorités et les investisseurs eux-mêmes accordent une importance croissante aux obligations de conformité et de RSE. Les pactes d'associés et règlements de gouvernance incluent de plus en plus souvent des clauses imposant la mise en place de politiques de conformité (anticorruption, protection des données, vigilance sociale et environnementale). Ces exigences, loin d'être de simples contraintes, peuvent devenir un levier stratégique, renforçant la crédibilité de l'entreprise auprès de clients, partenaires et futurs acquéreurs.

En droit français, plusieurs textes imposent des standards : loi Sapin II (anticorruption), RGPD (protection des données), loi du 27 mars 2017 sur le devoir de vigilance. Même lorsque l'entreprise n'y est pas assujettie, les investisseurs peuvent contractuellement exiger leur application comme condition d'investissement.

Enjeux

- Trouver l'équilibre pertinent entre exigence de conformité et contraintes opérationnelles ;
- Anticiper les évolutions réglementaires pour les inscrire pleinement dans la stratégie de l'entreprise ;
- Mettre en place des procédures pour impliquer tous les collaborateurs de l'entreprise dans le respect de ces réglementations (formations, réunions de suivi, canaux de reporting, etc.).

Ainsi, la gouvernance ne se limite pas à une répartition des pouvoirs entre actionnaires : elle s'inscrit dans un cadre réglementaire et sociétal plus large. Bien maîtrisée, elle devient un atout pour sécuriser la croissance, attirer des financements complémentaires et préparer une sortie dans de bonnes conditions.

2. Direction et équipes :

utiliser le pacte d'associés pour sécuriser les personnes clefs et l'actionnariat

“ Aujourd’hui, ce sont les managers qui font les deals, donc il faut en prendre soin. ”

d'alignement des intérêts entre les investisseurs, la direction et les membres clés des équipes opérationnelles. Leur mise en œuvre exige cependant une structuration rigoureuse et une maîtrise du cadre juridique, fiscal et social applicable.

Comme l'explique l'associé en charge des PME dans un fonds d'investissement : « Il y a un véritable enjeu de réputation. Aujourd’hui, ce sont les managers qui font les deals, donc il faut en prendre soin ».

1. *Management package* : comment aligner les intérêts ?

Le concept de plan d'intéressement de la direction, ou « *management package* », regroupe l'ensemble des dispositifs permettant d'associer les dirigeants et cadres clés à la performance de l'entreprise. Il vise à aligner les intérêts des bénéficiaires sur la valorisation réelle de la société tout en les impliquant dans la réussite du projet. L'objectif est de créer une convergence d'intérêts entre fondateurs, investisseurs et dirigeants, reposant sur une véritable exposition aux aléas et au succès économiques.

- **Une variété d'instruments**

Les *management packages* constituent aujourd'hui un levier essentiel d'attraction, de fidélisation et d'alignement des intérêts des dirigeants et salariés avec ceux des actionnaires.

Ils peuvent prendre différentes formes, parmi lesquelles les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) et les actions gratuites (AGA). Ces derniers figurent parmi les mécanismes les plus fréquemment utilisés.

L'efficacité des BSPCE dépend toutefois largement de leurs modalités d'exercice, qui sont souvent subordonnées à des termes et conditions contractuels de plus en plus sophistiqués ainsi qu'à une réglementation fiscale de plus en plus contraignante.

D'autres instruments, tels que les bons de souscription d'actions (BSA) et les investissements directs en actions ordinaires ou de préférence, sont également largement utilisés, notamment lorsque les BSPCE et les AGA ne sont pas adaptés. Dans ce cadre, se pose fréquemment la question de l'opportunité de regrouper les cadres concernés dans une société d'investissement dédiée (dite « *management company* », abrégée en « *manco* »), notamment afin de simplifier la gouvernance et l'évolution du capital.

Le traitement fiscal de ces instruments repose principalement sur une analyse de la réalité économique de l'investissement et du risque effectivement assumé par les bénéficiaires.

- **Marge de manœuvre des dirigeants dans l'attribution**

La mise en place et la gestion des plans d'intéressement relèvent généralement :

- initialement de la négociation avec les investisseurs, pour son dimensionnement et ses objectifs généraux ; puis

- pour sa mise en œuvre, de l'organe collégial mis en place par le pacte d'associés ou par les dirigeants, qui fixent les conditions d'attribution, les critères de performance et les règles de portage – quitte à organiser un droit de regard des investisseurs à ce sujet.

Dans ce cadre, le corollaire à la mise en place de ces plans consistera dans l'insertion de clauses de promesse de vente (option d'achat, ou « *call option* ») et/ou d'achat (option de vente, ou « *put option* ») en cas de réalisation de certains événements applicables aux bénéficiaires des plans – notamment départ ou comportements fautifs – ou de liquidité du capital de la société.

2. Encadrement des départs des cadres clés

Le départ d'un dirigeant associé ou du bénéficiaire d'un plan d'intéressement constitue un moment délicat dans la vie d'une entreprise. Les clauses dites de « *good* » et « *bad leaver* » ont pour objet d'organiser, à l'avance, les conséquences de cette rupture sur la conservation ou la cession des titres octroyés.

Ces clauses consistent principalement dans une promesse faite par le dirigeant de céder ses titres selon une valeur déterminable à l'avance (le plus souvent, selon une formule ou à dire d'expert), correspondant souvent à la valeur de marché des titres assortie d'une décote en fonction d'événements déclencheurs prédéterminés. Le ou les bénéficiaires de la promesse sont en principe les fondateurs ou les investisseurs ; elle peut également être stipulée au profit de la société elle-même, dans le cadre du régime particulier des rachats d'actions.

• Définition des « *good* » et « *bad* » leavers

Les pactes d'associés distinguent le « *good* » leaver, dont le départ intervient pour un motif légitime (décès, retraite, licenciement sans faute grave, fin de mandat, départ après un certain délai), du « *bad* » leaver, qui quitte la société dans des conditions fautives ou contraires aux engagements contractuels convenus lors de l'entrée au capital du fonds.

En principe, le *good leaver* peut conserver au moins une partie de ses titres ou doit les céder à leur valeur de marché, tandis que le *bad leaver* peut subir un rachat à prix réduit, voire symbolique. Il est également possible de prévoir des cas de « *medium leaver* » où le partant cède ses titres avec une décote moins importante que le *bad leaver* dans des cas considérés comme préjudicant moins fortement les investisseurs et autres actionnaires.

“ Dans un cas que je connais bien, les fonds ont aidé à suivre la bonne démarche. Ils aident à relativiser et à appliquer les bonnes pratiques. ”

En pratique, la sortie d'un dirigeant, bien que très fréquente, peut être source d'incompréhensions avec les équipes en place. Dans ce cas, les fonds au capital ou l'organe collégial d'administration peuvent aider à prendre de la distance et à ne pas envenimer la situation pour ne pas détruire de valeur. Comme l'explique le dirigeant d'une start-up, « Il y a beaucoup d'histoires où les fonds ont fait de la médiation. Dans un cas que je connais bien, les fonds ont aidé à suivre la bonne démarche. Ils aident à relativiser et à appliquer les bonnes pratiques ».

• Critères de licenciement, fixation du prix et impact sur la revente des titres

Concernant le promettant salarié, les clauses de *bad leaver* doivent tenir compte des contraintes en droit du travail. Leur rédaction doit rester particulièrement rigoureuse afin d'éviter tout risque de requalification en sanction pécuniaire illicite, notamment quand la clause distingue les cas de licenciement où l'associé salarié est tenu de céder ses actions (licenciement économique, licenciement fautif, etc.). En effet, une clause dont la mise en œuvre s'apparente à une sanction disciplinaire additionnelle déguisée encourt la nullité.

3. L'importance des conditions formelles de mise en œuvre des promesses de vente

Les promesses de vente d'actions mises en place lors de l'entrée d'un fonds sont conçues pour sécuriser les scénarios de sortie. En pratique, leur efficacité dépend autant de leur rédaction que de la manière dont elles sont mises en œuvre.

En effet, le bénéficiaire de la promesse doit en principe notifier au promettant son choix de levée l'option d'achat. Notifications, délais, contenu des actes d'exercice, enchaînement des formalités : autant d'éléments qui, mal maîtrisés, peuvent déplacer les questions d'exécution de la promesse vers un contentieux sur la levée de l'option elle-même.

Les situations ci-après, issues de la pratique, illustrent comment un formalisme imparfait peut fragiliser un mécanisme par ailleurs soigneusement structuré.

Quand la situation dégénère... Le défaut de formalisme, un levier puissant

PREMIÈRE ILLUSTRATION

Une salariée, associée au sein de la *manco* (société d'investissement des cadres) de son groupe, est licenciée. Le pacte d'associés qu'elle avait signé qualifiait cet événement de départ « neutre », activant une promesse de vente de ses actions au profit du fonds, selon une formule de prix conduisant à une valorisation très faible.

La promesse encadrait strictement les modalités de la levée de l'option : notification écrite, respect de délais et indication des éléments de

prix. Lors de l'exercice de l'option, la notification adressée à la salariée ne comprenait aucune justification concernant le prix.

Ce décalage entre la mécanique contractuelle et sa mise en œuvre a ouvert un débat contentieux sur la portée de la levée d'option, offrant à la salariée un levier inattendu pour renégocier les conditions de cession de ses titres, au détriment du fonds.

SECONDE ILLUSTRATION

Un salarié associé d'un fonds, bénéficiaire d'un *carried interest*, démissionne. La promesse de vente qu'il avait consentie sur les parts acquises l'autorisait à les céder à un tiers agréé, tout en prévoyant que ce tiers devait s'engager à son tour dans une promesse équivalente au profit du fonds. Le salarié a cédé ses parts à sa holding patrimoniale, avec l'accord du fonds, mais sans que ce dernier ne réclame la signature d'une seconde promesse équivalente.

Lorsque le fonds a ultérieurement tenté d'exercer son option directement contre la holding,

il s'est trouvé confronté à l'absence d'engagement contractuel propre à cette dernière, ne l'ayant jamais exigé.

Le défaut d'alignement entre les stipulations de la promesse et leur mise en œuvre a ouvert un débat sur l'opposabilité de la promesse à la holding, compliquant l'exercice de l'option par le fonds, situation dont le promettant et la holding ont pu tirer parti pour négocier le rachat des actions.

ENSEIGNEMENTS CLÉS :

Ces cas illustrent un principe fondamental : dans les opérations de capital-investissement, le formalisme n'est pas une option, il s'agit bien souvent d'une condition de validité.

- Une clause bien rédigée ne protège pas si les étapes procédurales ne sont pas respectées en pratique.
- La transmission par le promettant des titres faisant l'objet de la promesse doit être encadrée de manière à sécuriser le bénéficiaire.
- Les dirigeants et investisseurs doivent anticiper ces risques en formant les parties prenantes et en sécurisant les processus internes.

4. Pacte d'associés et contrat d'adhésion

Lorsqu'un dirigeant ou un salarié devient associé en adhérant à un pacte préexistant, la question se pose de savoir si ce pacte peut être qualifié de contrat d'adhésion au sens de l'article 1110 du Code civil.

L'adhésion d'un nouvel associé à un pacte préexistant ne conduit pas, à elle seule, à qualifier celui-ci de contrat d'adhésion. Une telle qualification suppose d'examiner, au regard des circonstances propres à chaque situation, les conditions dans lesquelles l'adhésion de l'associé est intervenue ainsi que le contenu du pacte, et notamment l'existence éventuelle de stipulations non négociables déterminées à l'avance par l'une des parties.

Quand la situation dégénère...

Pacte d'associés : adhérer au groupe n'est pas subir un contrat d'adhésion

Dans la plupart des entreprises, lors de l'entrée au capital de nouveaux associés salariés ou dirigeants, la signature d'un pacte d'associés préexistant est rarement renégociée. Ils sont simplement rejoints par ces derniers. Ce mécanisme, courant en pratique, peut toutefois donner lieu à des contentieux inattendus, notamment lorsque ces pactes n'ont pas été rédigés avec soin. Tel est aussi le cas lorsque certains, associés, mécontents des conditions de leur départ, cherchent à remettre en cause leur engagement en contestant la nature même du pacte, qui se trouve parfois à la frontière du contrat d'adhésion.

Dans un cas récent, une grande société de conseil recrute un cadre de haut niveau pour accompagner sa croissance. Peu de temps après son arrivée, le salarié entre au capital de la société. En sa qualité de nouvel associé, ce dernier signe l'acte d'adhésion au pacte d'associés.

Ce pacte, déjà en place depuis plusieurs années, prévoit notamment qu'en cas de licenciement, les actions du partant pourront être rachetées à un prix décoté – une clause classique de type *bad leaver*.

Quelques années plus tard, le salarié est licencié pour cause réelle et sérieuse et ses actions sont rachetées.

L'ancien associé saisit alors le tribunal de commerce avec l'argument suivant : il n'a jamais eu voix au chapitre sur le contenu du pacte. Il estime qu'un contrat d'adhésion lui aurait été imposé, dont la promesse de rachat constituerait un déséquilibre significatif.

Depuis la réforme du Code civil, toute clause déséquilibrée dans un contrat d'adhésion peut être réputée non écrite. A première vue, adhérer à un pacte existant sans en avoir négocié une virgule pourrait évoquer une forme de contrat « prêt-à-signer ».

Face à cet argument, il a pu être rappelé que le pacte avait été négocié librement par les associés fondateurs. Ce faisant, le simple fait qu'un nouvel entrant y adhère n'en modifiait pas sa nature initiale. Le pacte d'associés est bien un accord entre pairs, pensé pour s'appliquer à tous – anciens et futurs associés.

Le tribunal a donc opéré en deux temps. D'une part, lors de sa création, le pacte doit être librement négocié. D'autre part, l'adhésion de nouveaux associés à ses stipulations en cours de vie sociale n'en fait pas pour autant un contrat d'adhésion.

Dès lors, les promesses stipulées ne tombaient pas pour autant sous le régime des clauses abusives applicables aux contrats d'adhésion.

Grâce à cette décision, il a été démontré que l'acte d'adhésion à un pacte déjà rédigé n'en fait pas pour autant un contrat d'adhésion dans tous les cas. Il en ressort également les précautions que chaque dirigeant doit prendre pour éviter ce type de contentieux.

ENSEIGNEMENTS CLÉS :

- L'adhésion à un pacte existant ne le transforme pas nécessairement en contrat d'adhésion – la nature du pacte s'apprécie au moment de sa négociation initiale entre associés fondateurs ;
- Les clauses de sortie (*bad leaver*, promesses de rachat, décotes) restent pleinement opposables, dès lors que le pacte a été valablement négocié à l'origine ;
- La sécurisation du pacte dès sa rédaction est déterminante : une rédaction imprécise ou déséquilibrée peut devenir un point d'attaque contentieux lors des départs d'associés.

5. La modulation des clauses de *bad leaver*

La pratique tend à atténuer la rigueur des clauses de *bad leaver* par l'introduction de mécanismes correcteurs : certaines clauses prévoient un rachat progressif, modulant le prix en fonction de la durée de présence ou du motif du départ.

D'autres recourent à une expertise indépendante pour déterminer la valeur de cession. Enfin, le pacte peut prévoir la désignation d'un mandataire *ad hoc* chargé d'exécuter la cession ou la mise en séquestre du prix en cas de désaccord, afin d'éviter le blocage ou la requalification en clause pénale.

Ces aménagements peuvent permettre de préserver la finalité économique du pacte tout en assurant la conformité des clauses avec les principes du droit commun des contrats.

6. Engagement de non-concurrence : trouver un équilibre entre protection et liberté d'entreprendre

La clause de non-concurrence occupe une place centrale dans les pactes d'associés et les dispositifs d'intéressement, en ce qu'elle vise à protéger l'entreprise contre un risque de détournement d'opportunités ou de concurrence déloyale par un dirigeant ou associé sortant. Son efficacité repose sur un équilibre entre la protection légitime des intérêts sociaux et la liberté d'entreprendre du dirigeant, principe essentiel du droit des affaires.

- **Un contenu des clauses à adapter selon le profil des signataires**

Afin de préciser l'exigence de loyauté pouvant se rattacher au statut d'un associé et préserver la société contre le risque de détournement de clientèle ou d'informations confidentielles, les clauses de non-concurrence doivent être définies de manière précise et adaptée au rôle de la personne concernée.

Lorsqu'elles sont stipulées dans un contrat de travail, elles obéissent à des conditions strictes : limitation dans le temps et dans l'espace, proportionnalité par rapport à la protection recherchée et versement d'une contrepartie financière.

Appliquées à un dirigeant ou à un associé en dehors d'un contrat de travail, notamment dans un pacte d'associés, elles devront également être limitées dans le temps et dans l'espace. Leur validité n'est cependant pas, par principe, subordonnée au versement d'une contrepartie financière, sous réserve de la situation où l'intéressé a la qualité de salarié au moment où l'engagement a été souscrit.

Elles doivent en tout cas demeurer proportionnées à la fonction exercée et à la connaissance effective des affaires de la société. Leur efficacité repose sur la clarté du champ d'application et sur le lien direct entre la restriction prévue et la sauvegarde des intérêts sociaux.

Une clause trop large ou indéterminée serait contraire à la liberté d'entreprendre et est susceptible d'être déclarée nulle ou inopposable, selon le cadre juridique applicable.

- **Sanction : *bad leaver* ou dommages-intérêts**

La violation d'un engagement de non-concurrence, tout comme celle d'autres obligations du pacte d'associés, constitue une inexécution contractuelle susceptible d'engager la responsabilité du contrevenant et le versement de dommages-intérêts par ce dernier. La société ou les autres signataires peuvent ainsi obtenir réparation par le versement de dommages-intérêts, fondés sur la perte économique ou le préjudice moral causé par le comportement déloyal.

Les pactes prévoient également parfois un mécanisme additionnel de rachat forcé des titres à un prix décoté, dans le cadre de la clause de *bad leaver*. Ce rachat à un prix inférieur à la valeur de marché vise à sanctionner la rupture de la loyauté entre associés et à préserver la stabilité du capital.

7. Les clauses d'exclusion : un mécanisme régulateur à anticiper

Une clause d'exclusion est une disposition permettant, dans des situations précisément définies, de contraindre un associé à céder tout ou partie de ses titres aux autres associés ou à la société. Le pacte d'associés peut organiser des obligations contractuelles entre ses signataires à cet effet, dans le cadre d'une promesse de vente ; alternativement ou en complément, une clause statutaire d'exclusion peut être prévue, à travers un mécanisme de cession forcée avec une opposabilité et des sanctions différentes.

Dans son contenu, cette clause fixe généralement :

- les événements déclenchant l'exclusion (faute grave, violation du pacte, perte d'un mandat social, changement de contrôle d'un associé personne morale, départ d'un salarié ou d'un dirigeant, concurrence, insolvabilité) ;
- la procédure à suivre (notification, vote, délai, modalités contradictoires) ;
- le mode de valorisation des titres (formule de prix, décote éventuelle selon la cause, expert).

L'objectif de cette clause est de préserver la stabilité de l'actionnariat, d'éviter les blocages et de protéger l'entreprise contre des comportements ou des situations rendant la poursuite du lien social impossible ou risquée.

Quand la situation dégénère...

L'ambiguïté dans une clause d'exclusion : un facteur de conflits

La clause d'exclusion est souvent utilisée dans les accords de *joint venture*, lorsque les acteurs d'un même secteur trouvent un terrain d'action commun pour occuper un nouveau marché ou développer un nouveau produit ensemble. Dans ce cas, les relations au sein de la *joint venture* seront en partie régies par le pacte d'associés.

Faute d'être régulièrement mis à jour au fil de la vie sociale, ces pactes s'en remettent le plus souvent à des déclencheurs standards — concurrence, changement de contrôle, perte de la qualité de dirigeant ou de salarié, etc. — puis à une décision collégiale pour en assurer la mise en œuvre.

Reste que, si les stipulations sont trop vagues ou si la gouvernance permet à la partie visée de bloquer la procédure, la clause devient difficile à appliquer et le contentieux risque de prospérer.

Par exemple, une collectivité confie à une société de projet (la « JV ») une délégation de service public. Deux industriels (« A » détenant 49 % du capital et « B » en détenant 51 %) s'allient pour créer la JV. Les statuts et un pacte d'associés consacrent un fort *intuitu personae* : la JV est « entièrement et exclusivement dédiée au Projet ».

Afin de sécuriser leur engagement et d'assurer la pérennité du Projet, le pacte et les statuts prévoient l'exclusion de plein droit d'un associé dans deux hypothèses : en cas de changement de contrôle, et en cas d'entrée directe ou indirecte d'un concurrent dans l'actionnariat de A ou de B.

La procédure est la suivante : l'exclusion naît de plein droit dès le fait générateur, sauf décision

contraire des actionnaires, à la majorité des 2/3, réunie en AG, sur convocation de B.

Puis, une société concurrente de A entre au capital de B. A, alertée de ce nouvel entrant, actionne le pacte pour exclure B et empêcher l'imixtion de son concurrent dans la JV. S'ensuit une séquence problématique : convocation avec ordre du jour erroné, ajournement, puis absence de nouvelle convocation. B use alors de la rédaction inadaptée de la clause d'exclusion pour faire durer la situation de blocage et empêcher son application. Le tout débouche sur un contentieux long, coûteux et éprouvant pour les parties.

Après près de trois années de procédure au fond, l'exclusion de B est finalement confirmée. Entre-temps, la JV a continué d'opérer et la partie contestataire a capté des bénéfices qu'elle n'aurait probablement pas perçus si la clause avait été exécutable sans blocage.

Cette affaire met en lumière qu'une clause d'exclusion mal définie, dont le déclenchement ou la mise en œuvre dépend de la partie visée, devient une invitation au blocage. En pratique, la difficulté ne tient pas au principe (protéger la JV contre l'entrée d'un concurrent au capital), mais à l'exécution : définitions floues, procédure inexécutable sans la partie visée, calendrier verrouillé, désalignement entre pacte et statuts.

Bien rédigée, la clause remplit son rôle. Mal calibrée, elle nourrit des années de contentieux et crée des rentes d'inaction au profit du mauvais joueur.

ENSEIGNEMENTS CLÉS :

- Une clause d'exclusion mal rédigée devient inopérante : définitions floues, procédure dépendante de la partie visée ou désalignement pacte/statuts ouvrent la voie au blocage ;
- Le risque n'est pas le principe de l'exclusion, mais son exécution : une gouvernance mal pensée permet à la partie de mauvaise foi de capter de la valeur pendant des années de contentieux ;
- La clause d'exclusion est un outil de protection ou une source de conflit : sa rédaction doit anticiper les scénarios de crise, sans dépendre de la coopération de la partie à exclure.

3. Capital et financement :

gérer les évolutions et préparer la sortie

1. Les mécanismes de préservation des équilibres initiaux

- **Incessibilité et transferts libres**

Les clauses d'incessibilité (dites de « *lock-up* ») visent à figer les détentions du capital de tout ou partie des associés sur une période donnée après l'entrée au capital de l'investisseur, afin d'éviter des changements précipités dans l'actionnariat. Elles donnent aux fondateurs et à l'investisseur le temps de construire ensemble une stratégie et de faire fructifier leur collaboration. Toutefois, ces clauses doivent être limitées dans le temps pour ne pas bloquer toute évolution future du capital et rester conformes au droit applicable.

À l'inverse, certaines situations justifient une liberté de transfert des actions, par exemple entre sociétés d'un même groupe d'investisseurs ou au bénéfice d'un véhicule d'investissement familial.

Enjeux

- Le pacte doit concilier stabilité et souplesse dans la détention du capital ;
- La durée et le périmètre de l'incessibilité doivent être proportionnés à l'objectif poursuivi, et notamment à l'horizon de déploiement du plan d'affaires ;
- Des exceptions doivent être prévues pour permettre les transferts légitimes et certaines opérations de liquidité.

- **Droit de préemption et droit de premier refus**

Ces mécanismes permettent de réguler l'entrée de nouveaux actionnaires. Le droit de préemption donne aux associés existants une priorité pour racheter les titres mis en vente, garantissant ainsi que la société conserve un noyau d'actionnaires homogène. Cela évite qu'un tiers extérieur ne s'immisce dans la gouvernance sans l'accord des partenaires initiaux.

Le droit de premier refus fonctionne différemment : il oblige le vendeur à proposer ses titres en priorité aux associés existants, mais laisse au tiers acquéreur la possibilité de rester en lice si ces derniers déclinent l'offre. Plus flexible que la préemption, il est souvent perçu comme un compromis permettant de combiner contrôle de l'actionnariat et fluidité des transactions.

Enjeux

- Préserver le contrôle des associés existants sur l'évolution de l'actionnariat ;
- Trouver un équilibre entre protection du cercle des associés et liberté de céder ses titres pour bénéficier d'une liquidité ;
- Éviter que ces mécanismes ne ralentissent ou ne complexifient excessivement les opérations de cession.

- **Clauses de respiration pour faciliter la circulation des titres**

Si les restrictions de cession protègent l'équilibre actionnarial, elles peuvent aussi créer une rigidité excessive. C'est pourquoi des « clauses de respiration » permettent d'assouplir les règles, par exemple en levant temporairement les interdictions de transfert ou en autorisant certaines cessions sous conditions prédéfinies. Notamment, un certain niveau de « respiration » peut être autorisé pour les fondateurs dans le cadre de cessions secondaires, par exemple à l'occasion des tours d'investissement futurs. Ces mécanismes évitent d'enfermer les parties dans une situation de blocage.

Enjeux

- Anticiper les évolutions de la situation des actionnaires (besoin de liquidité, succession, réorganisation patrimoniale) ;
- Prévoir un niveau de flexibilité suffisant pour permettre certaines cessions ou opérations futures, notamment au bénéfice des fondateurs ;
- Encadrer cette souplesse par des conditions et plafonds clairement définis, afin de préserver la stabilité de l'actionnariat.

2. Accompagner le développement

- **Gestion de la trésorerie et politique de dividendes**

Le pacte peut encadrer la gestion de la trésorerie afin de garantir un usage cohérent des ressources avec la stratégie définie. Il s'agit d'éviter que les fonds disponibles ne soient détournés des objectifs de croissance. La politique de distribution de dividendes est également un enjeu central : trop élevés, ils privent la société de moyens pour investir ; trop faibles, ils découragent les investisseurs en quête de rendement.

“ Il est nécessaire de surveiller son cash pour ne pas arriver en position de faiblesse au moment de la prochaine levée de fonds. ”

Pour les fondateurs, l'enjeu est de conserver suffisamment de trésorerie pour conserver une marge de manœuvre. Selon un fondateur interrogé dans le cadre de cette étude, « *il est nécessaire de surveiller son cash pour ne pas arriver en position de faiblesse au moment de la prochaine levée de fonds. Donc il faut constamment avoir un œil sur la dépense* ».

Un équilibre doit donc être trouvé, souvent en fixant des critères objectifs de distribution (par exemple un pourcentage du résultat net ou un seuil de trésorerie excédentaire). Le pacte permet ainsi d'assurer la cohérence entre la stratégie à long terme des fondateurs et l'attente de retour sur investissement des partenaires financiers.

- **Respect du plan d'affaires**

Lors de l'entrée d'un fonds au capital, le plan d'affaires (*business plan*) sert souvent de boussole commune. Dans de nombreux pactes, il devient aussi un instrument contractuel, assorti de mécanismes destinés à protéger l'investisseur en cas d'écart par rapport aux objectifs annoncés. Ces clauses, qui peuvent prévoir des conséquences économiques significatives pour les fondateurs, sont fréquemment sous-estimées au moment de la négociation, alors même qu'elles peuvent mettre en jeu le contrôle même de l'entreprise.

Quand la situation dégénère...

Le déséquilibre du pacte un vecteur de contentieux

Les pactes conclus lors de l'entrée d'un fonds prévoient généralement plusieurs mécanismes de sanction ou de protection indexés sur la performance du dirigeant fondateur.

Les sanctions visant directement la personne du dirigeant peuvent s'articuler en cascade : une clause de remplacement d'un dirigeant pour non-atteinte des objectifs de résultat, suivie d'une clause de *bad leaver* pouvant affecter l'exercice d'une promesse de vente ou d'achat en cas de départ, imposant au dirigeant concerné un prix de sortie pénalisé. La sous-performance opérationnelle entraîne ainsi la perte du mandat, puis celle des titres dans des conditions économiquement défavorables.

Certains pactes stipulent des clauses particulièrement sévères octroyant au fonds le droit d'acquérir les participations du fondateur à un prix très faible en cas de sous-performance. Ce mécanisme a été observé dans le cas d'un contentieux impliquant une société de promotion immobilière dont le plan d'affaires non atteint a contraint le fondateur, non à lever de nouveaux capitaux pour développer son projet, mais à organiser en urgence un LBO à 100 % pour neutraliser cette menace contractuelle imminente, reconfigurant substantiellement le projet entrepreneurial initial.

ENSEIGNEMENTS CLÉS :

- Les mécanismes de sanction du plan d'affaires, justifiés isolément comme des outils de discipline économique, deviennent, lorsque la trajectoire dévie, des instruments de transfert de contrôle. Ce faisant, l'équilibre apparent du pacte peut masquer, en réalité, une asymétrie de risque.
- L'enjeu est d'identifier ces points de bascule dès la négociation : seuils de déclenchement réalistes, procédures contradictoires préalables, issues alternatives, ce afin d'éviter que la contractualisation du plan d'affaires ne se transforme, au premier accroc, en instrument d'éviction source de conflits.

- **Besoins de financement**

Les besoins de financement évoluent avec la croissance de la société : levées de fonds successives, recours à la dette bancaire, instruments hybrides (convertibles, obligations relatives). Le pacte doit prévoir comment ces financements seront structurés et comment la dilution éventuelle sera répartie entre fondateurs et investisseurs. Un cadre clair permet de réduire les tensions lors des étapes critiques de développement.

Comme l'explique l'associé d'un fonds d'investissement, « *la survenue d'inattendus par rapport au business plan initial arrive dans 100 % des cas. Notre plus-value c'est de limiter les écarts et de baliser les étapes pour permettre à l'entreprise d'atteindre le prochain tour de financement* ».

“ La survenue d'inattendus par rapport au business plan initial arrive dans 100 % des cas. ”

Pour un entrepreneur interrogé dans le cadre de cette étude, l'intervention des avocats dans certaines discussions doit être enclenchée suffisamment en amont « *On a fait rentrer les avocats un peu tard. On s'en est aperçu car une fois que les avocats sont entrés dans la négociation, on ne négociait plus de la même manière* ».

Il est également fréquent d'inclure des clauses de « *follow-on* », imposant ou permettant aux investisseurs existants de participer aux tours de financement ultérieurs. Cela garantit la continuité du soutien financier et protège les fondateurs contre l'arrivée trop rapide d'actionnaires extérieurs susceptibles de modifier l'équilibre initial.

“
*On a fait rentrer
les avocats un peu
tard. On s'en est
aperçu car une fois
que les avocats
sont entrés dans
la négociation,
on ne négociait
plus de la même
manière. ”*

- **M&A et build-ups**

Les opportunités de croissance externe pour la société (acquisitions, fusions, *build-ups* sectoriels) sont souvent déterminantes pour accélérer son développement. Le pacte d'associés peut encadrer la gouvernance de ces opérations : majorité qualifiée pour valider une acquisition, définition de seuils financiers ou stratégiques déclenchant l'accord préalable des investisseurs, modalités de choix des banques-conseils. L'objectif est d'éviter à la fois la paralysie et les initiatives isolées qui pourraient déséquilibrer la société.

Un investisseur, notamment institutionnel, peut aussi apporter son réseau et son expertise pour faciliter ces opérations, parfois en contrepartie d'un honoraire de services de direction, ou « *management fee* » (avec des enjeux juridiques et fiscaux à prendre en compte). Le pacte devient alors un outil de coopération, en donnant une place aux investisseurs dans la stratégie de croissance externe, tout en veillant à ce que les décisions restent alignées avec le projet entrepreneurial initial.

Enjeux

- Permettre à la société de saisir rapidement les opportunités de croissance externe sans créer de risque de blocage ;
- Définir les opérations et seuils justifiant l'accord préalable des investisseurs, en proportion de leur importance ;
- Associer les investisseurs à la stratégie de build-up tout en préservant la capacité d'action et le projet entrepreneurial des fondateurs à plus long terme.

3. Anticiper et organiser les sorties

- **Tag along : protéger les minoritaires**

La clause de droit de sortie conjointe, ou « *tag along* », garantit que, lorsqu'un fondateur ou un actionnaire majoritaire envisage de céder tout ou partie de ses titres à un tiers, les actionnaires minoritaires puissent, sous certaines conditions, céder leurs propres titres au même acquéreur et selon des termes équivalents. Elle protège ainsi l'investisseur minoritaire contre le risque de rester au capital aux côtés d'un nouvel actionnaire qu'il n'a pas choisi, avec lequel il pourrait ne pas partager les mêmes intérêts ou la même stratégie.

Cette disposition constitue également un mécanisme d'alignement entre les actionnaires : le majoritaire ne peut bénéficier seul d'une opportunité de liquidité sans offrir aux minoritaires la possibilité d'en profiter. Il peut, en outre, favoriser la recherche d'un acquéreur disposé à acquérir une participation plus large, voire l'intégralité du capital, plutôt qu'une seule participation de contrôle.

Le pacte doit toutefois préciser le périmètre du droit de sortie, ses modalités d'exercice et les conditions dans lesquelles il s'applique, afin de concilier la protection des minoritaires avec la fluidité des opérations de cession.

Enjeux

- Garantir aux minoritaires une possibilité de liquidité équitable en cas de changement de contrôle ;
- Préserver l'alignement économique entre les différents actionnaires et éviter qu'un majoritaire ne bénéficie seul d'une opportunité de sortie ;
- Encadrer le droit de sortie pour protéger les minoritaires sans rendre excessivement complexe ou incertaine la réalisation d'une opération de cession.

- **Drag along : faciliter les sorties majoritaires dans l'intérêt commun**

À l'inverse, la clause de droit d'entraînement, ou « *drag along* », permet à des associés majoritaires de contraindre les minoritaires à céder leurs titres, généralement lors d'une offre d'acquisition portant sur 100 % du capital. L'objectif est d'éviter qu'un petit blocage minoritaire ne compromette une opération stratégique majeure, souvent dans l'intérêt général.

Bien que protectrice des majoritaires, cette clause profite aussi aux minoritaires : elle leur permet de bénéficier d'une liquidité lors d'une cession globale, souvent à des conditions avantageuses. Le pacte doit toutefois définir clairement les seuils de déclenchement et les garanties de prix ou de retour sur investissement minimal afin d'éviter tout abus.

Enjeux

- Permettre la réalisation d'une cession globale sans qu'un minoritaire puisse la bloquer ;
- Garantir aux minoritaires une liquidité dans des conditions équitables et alignées sur celles des autres associés ;
- Encadrer strictement les conditions de déclenchement et les modalités du drag along afin de prévenir tout abus (offre portant sur une certaine quotité du capital – généralement emportant changement de contrôle – et, éventuellement, permettant un niveau minimum de retour sur investissement pour les actionnaires contraints de sortir).

- **Clauses de processus de vente et d'introduction en bourse**

Les investisseurs financiers recherchent généralement des mécanismes leur permettant d'organiser leur liquidité à un horizon défini, souvent de 5 à 7 ans, en cohérence avec la durée de leurs propres véhicules d'investissement. Le pacte peut ainsi prévoir un processus encadré de recherche de liquidité, pouvant notamment prendre la forme d'un rachat des titres par les fondateurs ou d'autres associés, d'une cession à un tiers ou d'une introduction en bourse.

Ces clauses peuvent également organiser les différentes étapes d'un processus de vente : nomination d'un conseil, lancement d'un processus compétitif, choix de l'acquéreur, détermination des conditions de cession et coopération des associés. Elles permettent ainsi de donner de la visibilité aux investisseurs sur les conditions dans lesquelles une sortie pourra être recherchée, tout en évitant de faire peser sur les fondateurs une obligation de vendre la société à une date déterminée ou à un prix prédéfini.

Enjeux

- Donner aux investisseurs une visibilité suffisante sur leur horizon et leurs modalités de liquidité ;
- Organiser un processus de sortie clair et efficace, tout en préservant la capacité des parties à apprécier l'opportunité et les conditions de l'opération ;
- Éviter que le mécanisme de liquidité ne contraigne les fondateurs à une cession à un moment ou à des conditions qui ne seraient pas compatibles avec le projet de la société.

- **Clauses d'anti-dilution et de liquidité préférentielle**

Les mécanismes d'anti-dilution visent à protéger l'investisseur contre une dégradation de la valeur de son investissement lors d'une levée de fonds ultérieure à une valorisation inférieure à celle de son entrée au capital (« *down round* »), souvent à travers un mécanisme de bons de souscription d'actions (BSA) dit « *ratchet* ». Selon la formule retenue, le fonds peut bénéficier d'un ajustement du nombre de titres détenus ou de leur prix de souscription, afin de limiter l'impact de cette nouvelle valorisation sur sa participation économique. Le niveau de protection accordé à l'investisseur constitue toutefois un point de négociation important, notamment au regard de son impact potentiel sur les fondateurs et les autres actionnaires.

Les mécanismes de liquidité préférentielle organisent quant à eux la répartition du produit d'une cession ou d'une liquidation. La cascade de préférence, ou « *waterfall* », peut ainsi prévoir que l'investisseur récupère en priorité tout ou partie de son investissement initial, voire un rendement minimal convenu, avant que le solde ne soit réparti entre les autres actionnaires. Selon la formule la plus courante, elle est dite « *non-participating* », quand l'investisseur, une fois ses droits préférentiels satisfaits, ne participe pas au partage du solde avec les autres associés.

Ces mécanismes permettent de sécuriser une partie du risque pris par l'investisseur, mais peuvent réduire significativement le produit revenant aux fondateurs lorsque la valeur de sortie est inférieure aux attentes. Le pacte doit donc rechercher un équilibre entre la protection du capital investi et la préservation d'un intérêt économique suffisamment attractif pour les fondateurs, notamment en cas de performance intermédiaire de la société.

Enjeux

- Protéger l'investissement du fonds en cas de baisse de valorisation ou de sortie à une valeur inférieure aux attentes ;
- Définir un niveau de protection proportionné, afin d'éviter une dilution ou une captation excessive de la valeur au détriment des fondateurs et des autres actionnaires ;
- Préserver un alignement économique entre investisseurs et fondateurs, en maintenant pour ces derniers un potentiel de création de valeur suffisamment attractif (par exemple, à travers une première tranche de la cascade à minima, dite « *carve out* », réservée aux fondateurs).

“ Le sujet du waterfall est souvent un point de négociation : plus un dirigeant réinvestit, plus le fonds accepte d'assouplir les conditions économiques. ”

Pour l'associé d'un fonds d'investissement, le waterfall est un levier pour mesurer l'implication de l'équipe dirigeante sortante : « *Le sujet du waterfall est souvent un point de négociation : plus un dirigeant réinvestit, plus le fonds accepte d'assouplir les conditions économiques. Quand un patron remet 90 % au pot, on lui accorde naturellement davantage de droits* ».

La maîtrise des implications concrètes portées par ces clauses doit être analysée finement. Comme l'explique la directrice juridique d'un fonds d'investissement : « *Dans le venture, certains instruments peuvent se retourner contre les fondateurs s'ils ne les maîtrisent pas : c'est le cas des clauses de liquidation préférentielle, par exemple. Les dirigeants peu expérimentés, portés par leur conviction, sous-estiment souvent la violence de l'impact financier que cela peut avoir* ».

Méthodologie

Ce livre blanc repose sur une méthodologie hybride, combinant analyse juridique et retours d'expérience des praticiens. L'objectif n'est pas uniquement de décrire les mécanismes juridiques applicables à l'entrée d'un fonds d'investissement au capital d'une entreprise, mais également d'éclairer la façon dont ces mécanismes sont négociés, mis en œuvre et, parfois, contestés.

1. Pilotage de l'étude

La rédaction a été assurée par une équipe pluridisciplinaire d'avocats intervenant sur des opérations d'investissement, tant en *corporate / M&A*, en droit de la concurrence, qu'en contentieux des affaires.

Cette double approche permet :

- d'analyser les schémas de structuration les plus couramment rencontrés lors de l'entrée d'un fonds (gouvernance, pacte d'associés, *management package*, mécanismes de contrôle et de liquidité) ;
- d'identifier, à partir de l'expérience contentieuse, les points de friction récurrents, les clauses sources de tensions et les situations à risque lorsque la relation entre dirigeants et investisseurs se dégrade.

L'analyse juridique a ainsi été mise en regard de situations réelles ayant donné lieu à des difficultés ou à des contentieux, afin de dépasser une lecture purement théorique des textes et des pratiques.

2. Collecte de données

Pour réaliser cette étude, une campagne d'entretiens qualitatifs a été menée auprès d'acteurs directement impliqués dans des opérations d'investissement.

L'étude s'appuie sur 12 entretiens réalisés auprès :

- de dirigeants et fondateurs d'entreprises ayant ouvert leur capital à des fonds de *venture capital* ou de *private equity* ;
- de professionnels de l'investissement (fonds VC et PE) intervenant à différents stades de maturité des entreprises.

Ce panel a été constitué de manière à croiser :

- des profils majoritaires et minoritaires au capital,
- des opérations de croissance, de recomposition du capital ou de sortie,
- des entreprises à différents niveaux de structuration et de maturité.

Les entretiens, d'une durée moyenne de 30 à 45 minutes, ont été conduits sur la base de guides d'entretien structurés, distincts selon que l'interlocuteur est dirigeant ou investisseur. Cette approche garantit une comparabilité des réponses tout en laissant une place importante au retour d'expérience libre et au récit des situations vécues.

3. Une logique de *benchmark* des pratiques de marché

Les données issues des entretiens ont été analysées de manière transversale afin de dégager des tendances récurrentes dans les pratiques de négociation ; des écarts significatifs entre la lettre des pactes et leur application concrète ; des différences d'approche selon le type de fonds, la taille de l'opération ou le profil du dirigeant. Cette logique de *benchmark* permet de replacer chaque mécanisme juridique dans son contexte économique, humain et stratégique, et d'identifier ce qui relève des standards de marché, des usages sectoriels ou de rapports de force spécifiques.

Références

Actions gratuites (AGA)	10	Contrôle des concentrations	8	Liquidité préférentielle	23
Advisory boards / censeurs	7	Contrôle exclusif	4, 8	Management company (manco)	10, 12
Anti-dilution	23	Croissance externe / M&A	5, 21	Management fee	21
Bad leaver	11, 13–15, 19	Décote	11, 13–15	Management package	10–11
Bons de souscription d'actions (BSA)	10, 23	Dilution	19, 23	Medium leaver	11
Bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE)	10	Dividendes	18	Organe collégial de gouvernance	4–5, 11
Build-up	21	Down round	23	Pacte d'associés	4–5, 8–19, 21–23
Call option	11	Droit d'audit	7	Plan d'affaires (business plan)	5, 7, 18–19
Carried interest	12	Droit de préemption	17	Promesse de vente	11–12, 15, 19
Carve out	23	Droit de premier refus	17	Put option	11
Clause de non-concurrence	14–15	Droit de sortie conjointe (tag along)	21	Ratchet	23
Clause d'exclusion	15–16	Droit d'entraînement (drag along)	22	Reporting	6–7, 9
Clauses de respiration	18	Droit de veto	4, 8	RSE	4, 9
Clean team	9	Follow-on	19	Trésorerie	18
Comité stratégique	4	Good leaver	11	Valorisation	10, 12, 15, 23
Conformité	4, 7, 9	Gouvernance	4–10, 16–17, 21	Waterfall	23
Conseil d'administration	4–5	Gun jumping	8		
Conseil de surveillance	4	Incessibilité (lock-up)	17		
Contrat d'adhésion	13–14	Introduction en bourse	22		
Contrôle conjoint / co-contrôle	4, 8	Investissements étrangers	8		
		Liquidité	11, 17–18, 21–23		

Remerciements

Nous tenons à remercier chaleureusement l'ensemble des professionnels qui ont accepté de contribuer à cette étude et d'apporter, par leurs témoignages et leurs retours d'expérience, un éclairage concret sur les enjeux liés à l'entrée d'un fonds d'investissement au capital d'une entreprise.

Nous remercions tout particulièrement :

Aïcha Ahardane, Kamet Ventures, Directrice juridique · **Walter Baddoo**, 4DX Ventures, Fondateur et Managing Partner · **Jules Delmas**, Solendro, Co-fondateur et ancien Président · **Jean-Daniel Duhem**, Gesten, Président-directeur général · **Alexis Frentz**, Elaia, Partner · **Joseph Gadenne**, MyHa Partners, Associé · **Alexandre Grux**, Hyperlex devenu DiliTrust, Fondateur · **Romain Lombard**, Quantum, Directeur général · **Raphaël Madar**, Groupe WS, Fondateur et Président · **Iris Marechal**, Theremia, Co-fondatrice et CEO · **François Méteyer**, Alven, Partner · **Victor Prigent**, Matera, Directeur général / CEO · **Jérôme Triebel**, Astorg, Associé.

Qu'ils trouvent ici l'expression de nos sincères remerciements pour le temps qu'ils nous ont consacré et la richesse de leurs contributions.

À propos de Reinhart Marville Torre

Excellence. Proximité. Combativité.

Reinhart Marville Torre est un cabinet d'avocats d'affaires indépendant, fondé en 1990, reconnu pour sa pratique du conseil et du contentieux en droit des affaires. Le cabinet réunit aujourd'hui plus de 60 avocats, dont 21 associés et 7 *counsel*s, organisés au sein de 12 départements, couvrant toutes les problématiques juridiques rencontrées par les entreprises et leurs dirigeants. Le cabinet propose un accompagnement en : droit des sociétés et fusions-acquisitions, financement, marchés de capitaux, contentieux, droit de la concurrence, droit social, droit fiscal, droit public, responsabilité et risques professionnels & industriels, droit immobilier.

Un cabinet structuré, engagé et orienté solutions

Reinhart Marville Torre accompagne une clientèle composée d'entreprises françaises et internationales, d'investisseurs, de dirigeants et d'organes de gouvernance, ainsi que d'organismes publics et privés.

Notre approche repose sur une conviction forte : le droit est un outil stratégique, au service de la décision, de la croissance et de la sécurisation des projets.

Concepteurs de solutions, nous nous engageons pleinement aux côtés de nos clients pour :

- structurer l'entreprise, en bâtissant une organisation juridique robuste ;
- accompagner la croissance, lors des phases de développement, de transformation ou de transmission ;
- identifier, prévenir et gérer les risques, qu'ils soient juridiques, financiers ou réputationnels ;
- assister et défendre l'entreprise et ses dirigeants dans les situations sensibles ou contentieuses.

Notre fonctionnement privilégie des équipes transverses, agiles et sur mesure, avec une implication directe des associés et un haut niveau de disponibilité, permettant d'apporter des réponses pragmatiques et opérationnelles.

Auteurs



Hadrien Bourrellis
Associé
Corporate – M&A



Pierre Menegaux
Associé
Contentieux & droit pénal
des affaires



Virginie Viallard
Associée
Droit de la concurrence



Vincent Collas
Counsel
Corporate – M&A



Emmanuel Sorlin-Racine
Counsel
Contentieux & droit pénal
des affaires

