



## IDIÉES REÇUES

sur

# L'OUVERTURE DU CAPITAL



|   |    |
|---|----|
| INTRODUCTION  | 3  |
| IDÉE REÇUE N°1 :<br>« <i>Je vais perdre le contrôle de mon entreprise</i> »                   | 4  |
| IDÉE REÇUE N°2 :<br>« <i>Je vais perdre le pouvoir managérial</i> »                           | 5  |
| IDÉE REÇUE N°3 :<br>« <i>Je dois faire le deuil du caractère familial de mon entreprise</i> » | 6  |
| IDÉE REÇUE N°4 :<br>« <i>Je risque une perte de revenus</i> »                                 | 7  |
| IDÉE REÇUE N°5 :<br>« <i>Je ne maîtriserai pas les nouveaux risques</i> »                     | 8  |
| IDÉE REÇUE N°6 :<br>« <i>Je devrai rendre trop de comptes à l'actionnaire</i> »               | 9  |
| IDÉE REÇUE N°7 :<br>« <i>On va m'imposer une gouvernance</i> »                                | 10 |
| IDÉE REÇUE N°8 :<br>« <i>Ma décision est irréversible</i> »                                   | 11 |
| IDÉE REÇUE N°9 :<br>« <i>Mon entreprise n'intéresse personne</i> »                            | 12 |
| CONCLUSION  | 13 |
| RECOMMANDATIONS / REPÈRES   | 14 |
| LPFT  | 15 |

# J'OUVRE MON CAPITAL, CAP OU PAS CAP ?

---

Une époque, un slogan. "Big is beautiful !" symbolisa la force de frappe des grandes firmes industrielles ; "Small is beautiful !" illustra les vertus de flexibilité et d'adaptabilité des entreprises de la nouvelle économie. "Medium is beautiful !" pourrait être le slogan d'une nouvelle dynamique. Et il serait temps.

Entre les champions nationaux et européens rivalisant sur les marchés mondiaux et le dense maillage des très petites entreprises (TPE), s'étend le désert français des Entreprises de Taille Intermédiaire (ETI). Les chiffres sont éloquentes : notre économie manque de ces moteurs d'innovation, de croissance et d'emplois. Des études ont identifié les causes principales de ce mal français. La problématique du financement y figure en bonne place. Et l'on soulignera notamment la réticence de l'entreprise à considérer l'ouverture de son capital comme une des modalités possibles de sa volonté de croissance. De fait, la mue économique de l'entreprise pourrait aller de pair avec une mue capitalistique... à laquelle les actionnaires "historiques" répugnent trop souvent.

Non sans raison ? Les arguments sont connus. Pas facile d'ouvrir son capital à un investisseur "extérieur" sous lequel ne perce pas encore le "partenaire" futur. Pas facile de perdre la pleine maîtrise de l'entreprise qu'on a créée ou dont on a hérité et qu'on souhaitera ensuite transmettre. Pas facile d'imaginer la gouvernance idoine qu'induit le changement d'échelle de l'entreprise. Autant de bonnes raisons (parmi d'autres !) qui inciteront l'entreprise à considérer défavorablement l'ouverture de son capital : celle-ci n'est pas une option ou alors, celle du dernier recours.

Des "bonnes raisons" ou des "idées reçues" ? Sans doute un peu des deux... Le présent document, fruit des regards croisés de professionnels du droit, de la finance et du chiffre, enrichi de témoignages de chefs d'entreprises ayant osé la démarche, se donne pour objet de démystifier les conséquences de la décision d'ouvrir son capital. Il pourfend les principales "idées reçues" qui nimbent cette opération d'un halo menaçant et en présente les "bonnes raisons" : ouvrir son capital est une opportunité pour l'entreprise et un challenge pour sa direction, laquelle pourra, par ailleurs, bénéficier d'un écosystème favorable via l'expertise et l'expérience de ses conseils traditionnels. S'ouvrir aux autres pour soi-même grandir en somme...

Alors, j'ouvre mon capital... Cap ou pas cap ?

"Je vais perdre le contrôle de mon entreprise"

C'est le fil rouge qui court tout au long de ces pages : la crainte de perdre de contrôle de son entreprise dans les dimensions managériales, de gouvernance, de prise de risque etc...

Nous avons regroupé sous cette assertion "perte de contrôle" quelques idées les plus couramment entendues sous forme de clé d'entrée pour l'ensemble de nos réflexions.

1

### JE VAIS PERDRE LE CONTRÔLE DES DROITS DE VOTE...

**FAUX** : Si je ne suis pas majoritaire, il faut distinguer la détention du capital de celle des droits de vote. Ceci se définit dans les statuts qui peuvent être aménagés, au cas par cas, pour laisser au dirigeant une majorité de droits de vote. (Plus sur les statuts en page 14).

Au-delà, l'investisseur financier reste, quoi qu'il arrive, très dépendant du management qui est le garant de sa performance financière. (Plus sur le management en page 5).

**VRAI** : Il y a nécessité de partager avec les nouveaux actionnaires les décisions engageantes pour l'avenir de l'entreprise. C'est bien dans cette perspective que l'actionnaire entrant aura étudié le plan stratégique de l'entreprise avant d'entrer au capital. (Plus sur la gouvernance en page 10).

### JE VAIS PERDRE LE CONTRÔLE DU MANAGEMENT...

**FAUX** : l'investisseur, même majoritaire, n'a pas nécessairement vocation à manager et il doit s'appuyer sur le manager.

- Le manager participe à la définition de la stratégie et l'applique sur le plan opérationnel.
- Il participe à la création de valeur.

### JE DEVRAI FAIRE FACE À DE NOUVELLES CONTRAINTES...

**VRAI** : si l'ouverture du capital n'entraîne pas une perte de contrôle, elle implique la mise en place de contraintes nouvelles créées par l'arrivée d'un actionnaire financier :

- Mise en place d'un reporting. (Plus sur le reporting en page 9).
- Mise en place d'une nouvelle gouvernance.
- Remboursement d'une dette senior en cas de LBO.
- Respect d'une clause de liquidité au profit de l'investisseur...

### TÉMOIGNAGE

*"En tant que dirigeant, on sait que la pérennité de son entreprise passe par des changements de structure de capital et de gouvernance... et on souhaite forcément en mesurer les impacts sur la conduite de son business. Mais en amont, n'oublions pas que ce sont les choix stratégiques qui dictent la question des moyens à mobiliser. Et là, il faut bien doser la part à donner aux capitaux propres dans la recherche de financements : ne pas trop se diluer mais ne pas brider les capacités de développement donc de bénéfices futurs. Mes expériences passées d'investisseur ou actuelles de levées de fonds chez Decitre montrent que, par-delà la constance des thèmes (négociations sur le prix, gouvernance, pacte d'actionnaires, relations minoritaires/majoritaires, sortie...) l'histoire se renouvelle chaque fois. Les conseils et les avocats restent de précieux alliés, même lorsque l'on bénéficie d'une certaine courbe d'apprentissage."*

**Guillaume DECITRE**, PDG de DECITRE

"Je vais perdre le pouvoir managérial"

Une relation de confiance établie avec l'actionnaire, encadrée statutairement et qui perdure, laisse au dirigeant son pouvoir managérial.

# 2

## **JE VAIS PERDRE LE POUVOIR DE GÉRER...**

**FAUX** : il faut distinguer le pouvoir de l'actionnaire (droit financier = dividendes et plus-values ; droit politique = vote) du pouvoir de management.

Et la majorité des prises de participation ne sont pas... majoritaires.

## **L'ACTIONNAIRE MAJORITAIRE IMPOSERA SES HOMMES TANT EN INTERNE QU'EN EXTERNE (CONSEILS)...**

**FAUX** : on ne change pas les équipes qui gagnent si ce n'est en cas d'échec.

En effet, dans une PME-ETI, les dirigeants sont difficilement remplaçables, et l'actionnaire financier se contente souvent de nommer un administrateur.

## **JE POURRAI ÊTRE RÉVOQUÉ À TOUT MOMENT...**

**VRAI** : si je suis mandataire social, et minoritaire, mais des dispositions conventionnelles peuvent atténuer les effets de la révocation.

## **LES ACTIONNAIRES, MÊME TRÈS MINORITAIRES, POURRONT DEMANDER MA RÉVOCATION...**

**VRAI** : mais, sauf exception, l'organe qui nomme est celui qui révoque. Dans les SA la Direction Générale est nommée par le Conseil d'Administration, lui-même nommé par l'Assemblée Générale Ordinaire.

## **JE NE SERAI PLUS MAÎTRE DE LA FIXATION DE MA RÉMUNÉRATION...**

S'agissant de la fixation de leur rémunération, les dirigeants ne perdent pas leur droit de vote.

D'une manière générale, il est souhaitable qu'un dirigeant puisse justifier le montant de la rémunération qu'il demande. La fixation de la rémunération est un exercice budgétaire et non politique.

En revanche, l'ouverture du capital, par son effet dilutif, peut réduire les droits à dividendes du dirigeant.

## **JE NE POURRAI PAS M'OPPOSER À DES ORIENTATIONS STRATÉGIQUES QUE JE N'APPROUVERAI PAS...**

Il est possible d'aménager la gouvernance pour donner un tel droit aux dirigeants tant au niveau des statuts que des dispositions extra statutaires (pacte d'associés).

## **JE RISQUE DE PERDRE MON POSTE LORS DE LA SORTIE DE L'INVESTISSEUR...**

Pas nécessairement et ce peut être une opportunité (gains en plus-values, MBO etc...).

## **JE DEVRAI TRAVAILLER EXCLUSIVEMENT POUR L'ENTREPRISE...**

Pas nécessairement : il s'agit d'un domaine de liberté conventionnelle.

## TÉMOIGNAGE

"En qualité de manager commercial j'ai participé à un LBO à la suite duquel je me suis trouvé associé majoritaire d'une société holding de cadres, elle-même associée à côté d'investisseurs institutionnels d'une société industrielle dont je suis le Président. Ce double niveau d'association n'a jamais altéré mon pouvoir de manager : il me conduit à partager les décisions importantes et/ou stratégiques avec mes associés ce qui est une bonne chose. Devenir minoritaire à la suite d'une nouvelle augmentation de capital destinée à financer le développement du groupe ne me poserait aucune difficulté."

Marc VILLEZ, Président de SOGEXI

"Je dois faire le deuil du caractère familial de mon entreprise"

Plus de 40% des entreprises familiales dont le chiffre d'affaires est compris entre 7,5 et 100 millions d'euros ont ouvert leur capital. On constate aussi qu'à partir d'une certaine taille, la croissance est bien souvent accélérée avec l'ouverture du capital. L'entreprise augmente ainsi sa capacité d'investissement, y compris dans la croissance externe.\*

\*Source : étude KPMG 2007, L'entreprise familiale

### UNE ENTREPRISE FAMILIALE QUI OUVRE SON CAPITAL N'EST PLUS UNE ENTREPRISE FAMILIALE...

**PAS TOUT À FAIT VRAI** : une entreprise dont le capital est contrôlé par une ou plusieurs familles reste dans la définition d'une "entreprise familiale" ou "entreprise patrimoniale". La notion de contrôle des décisions et des droits de votes est plus importante que la simple proportion de détention du capital. Il s'exerce, outre la détention du capital, via la majorité des membres au Conseil d'Administration ou via le Conseil de Surveillance (et donc le pouvoir de désigner la direction de l'entreprise).

### MON ENTREPRISE VA S'ÉLOIGNER DES VALEURS FAMILIALES ("PERDRE SON ÂME")...

La performance toute particulière des entreprises familiales se caractérise souvent par une logique de "développement durable" : stratégie sur le long terme, réinvestissement des résultats dans l'entreprise, fort engagement sur leurs territoires, ressources humaines fidèles et management pérenne.

Sur ces valeurs, le ton donné par la direction "tone at the top" est essentiel. D'où l'importance du contrôle par la famille du choix des dirigeants et du choix d'investisseurs en accord avec ces valeurs.

### JE VAIS DILAPIDER L'HÉRITAGE FAMILIAL...

**FAUX** : les fonds propres "comptables" (un indicateur parmi d'autres du patrimoine) sont en moyenne assez largement inférieurs dans les entreprises familiales comparativement aux autres entreprises (et notamment les grandes entreprises).

Mais attention, une entreprise qui ne croît pas sur son marché prend un risque non négligeable de se voir dépassée puis marginalisée par ses concurrents avec un risque sur sa rentabilité et donc sa solidité financière à terme.

### NOUS ALLONS PERDRE LA CONFIDENTIALITÉ DES DÉBATS FAMILIAUX...

**VRAI** : Dans la plupart des cas, l'ouverture du capital amènera une représentation des investisseurs au Conseil d'Administration ou de Surveillance. Mais la perte de la confidentialité dans les discussions familiales au sein des conseils a des avantages : une discipline et rigueur accrues dans le fonctionnement de la gouvernance, par exemple dans la préparation en amont des dossiers et des décisions du conseil ne peuvent qu'être bénéfiques à la bonne marche de l'entreprise.

### NOUS ALLONS PERDRE LA COHÉSION FAMILIALE...

**FAUX** : il existe des techniques pour organiser l'actionariat familial. Par exemple un pacte d'actionnaires entre les actionnaires familiaux précisant par exemple les conditions de la représentation familiale au sein de la gouvernance et les conditions de prises de décision. Ou encore la création d'une holding familiale, elle-même contrôlant l'entité opérationnelle, au sein de laquelle seuls les membres de la famille (ou des familles) siègeront. Cette holding désignera ses représentants au sein du conseil de l'entité opérationnelle. Les débats familiaux seront ainsi cantonnés à la holding (familiale) et n'affecteront pas l'entité opérationnelle.

"Je risque  
une perte de  
revenus"

Ouvrir son capital, c'est faire le pari de l'avenir et du développement de sa société et, à ce titre, prendre un risque supplémentaire qui peut s'avérer très lucratif ou constituer un échec et une perte de revenus financiers.

## JE VAIS PERDRE DES REVENUS FINANCIERS...

---

### FAUX :

- Ouvrir son capital c'est permettre de lever des fonds, et investir. Cela doit donc permettre de valoriser la société et, au travers d'elle, le patrimoine personnel du dirigeant.
- Ouvrir son capital, c'est développer la capacité bénéficiaire de la société et donc permettre à terme une augmentation de ses revenus financiers.
- Ouvrir son capital peut permettre la mise en place, pour le dirigeant, d'outils de rémunération complémentaire (Bons de Souscription d'Action, Bons de Souscription de Parts de Créateur d'Entreprise... ) fondés sur la performance.

## JE VAIS ÊTRE DILUÉ...

---

### VRAI :

- L'ouverture de mon capital va entraîner une répartition capitalistique différente et une modification possible de la politique de rémunération du dirigeant, mais pas nécessairement dans le sens de la réduction.
- Par ailleurs, une dilution capitalistique entraînera une diminution de la quote-part de dividendes. Mais on peut aussi retenir que la capacité bénéficiaire de la société devrait être accrue, entraînant une distribution de dividendes supplémentaires.

"Je ne maîtriserai pas les nouveaux risques"

L'investisseur intervient parce qu'il y a un projet de développement, jamais exempt de risques. Les risques sont mesurés et gérés avec le dirigeant. La réussite des objectifs, donc le succès final, est à ce prix.

### EN RESTANT "RELATIVEMENT" PETIT, JE MAÎTRISE LE RISQUE ET L'ENVIRONNEMENT DÉCISIONNEL...

La question de la croissance et de la taille envisagée pour son entreprise est cruciale. Marchés globaux, clients mondiaux, le sourcing dématérialisé : peut-on envisager de rester petit tout en pérennisant son activité ? Les différentes études montrent que les ETI les plus résilientes à la crise financière et économique ont eu le plus fort taux de croissance, se sont implantées à l'international et ont innové.

Ouvrir son capital :

- à un ou des fonds d'investissement, c'est choisir un ou des partenaires qui sauront aider le chef d'entreprise dans sa réflexion, lui ouvrir des cercles économiques et l'accompagner dans sa démarche de développement.
- à des acteurs du marché boursier (entrée en bourse), c'est accroître sa notoriété auprès de ses (anciens et nouveaux) partenaires commerciaux, développer de nouveaux contrats, attirer de nouveaux talents...

### ON VA M'IMPOSER DE CROÎTRE À TOUT PRIX ET DE PRENDRE DES RISQUES INDUSTRIELS ET/OU STRATÉGIQUES IMPORTANTS...

Certes, les partenaires financiers privilégient des entreprises en croissance ou ayant des projets de développement. Toutefois,

- l'entrée au capital des nouveaux associés se fait sur la base d'un Business Plan proposé par le dirigeant. L'ensemble des parties prenantes s'associe en ayant connaissance des projets.
- Les organes de gouvernance et de décision (voir à cet effet les idées reçues n°2, 3 et 8) permettent au dirigeant de maîtriser le développement et la pression éventuelle des partenaires.
- En s'associant au capital, les partenaires financiers partagent le risque financier et industriel avec le dirigeant-actionnaire et les actionnaires historiques.

### JE DEVRAI PRENDRE DES DÉCISIONS À COURT TERME...

**VRAI** : Les partenaires financiers (fonds d'investissement, acteurs des marchés financiers) ont un horizon temporel plus limité que celui d'un dirigeant-actionnaire. Cela peut être perçu par le dirigeant comme un élément de pression supplémentaire. La sélection des projets d'investissement peut en être affectée.

Il existe des modalités pour respecter les attentes des parties prenantes (dont l'entreprise fait partie) : la relation avec les partenaires financiers peut se gérer pour lever la pression du temps : l'information régulière et la mise en place d'une relation de confiance sont fondamentales.

### JE DEVRAI ACCEPTER UNE EXIGENCE DE RENDEMENT DE L'ENTREPRISE PLUS ÉLEVÉ QU'ACTUELLEMENT...

**VRAI** : Pour le partenaire financier, le rendement se concrétise par des éléments purement monétaires que sont les dividendes et la plus-value à la sortie. Pour le dirigeant-actionnaire la réponse mêle du monétaire (salaire, éventuellement dividendes...) et du non monétaire (être son propre patron, l'affectio societatis, le nom si c'est une entreprise familiale).

Lors de l'ouverture du capital, les partenaires financiers annoncent leur attente de rendement (dividendes et/ou plus-value à la sortie), souvent supérieur à ce que le dirigeant-actionnaire envisage pour son propre investissement dans l'entreprise.

Il faut, avec l'aide éventuelle d'un conseil, vérifier que l'entreprise aura la possibilité de répondre à cette attente.



"Je devrai rendre trop de comptes à l'actionnaire"

Le reporting structure la relation entre l'investisseur et le dirigeant. Avant d'ouvrir son capital, le dirigeant doit prendre en compte cette dimension, et l'intégrer dans le champ de ses missions, en propre ou au sein de son équipe.

6

### JE DEVRAI RENDRE DES COMPTES...

**VRAI** : l'ouverture du capital d'une entreprise entraîne nécessairement un nouveau circuit de prise de décision et de communication, permettant d'impliquer directement les investisseurs en capital devenus actionnaires. Ces informations sont une exigence naturelle de la part de partenaires (majoritaires ou minoritaires) qui ne sont pas impliqués dans le quotidien de l'entreprise, qui souvent en sont plus ou moins éloignés (présence au Conseil d'Administration ou Conseil de Surveillance ou investisseur particulier sur les marchés) et qui souhaitent suivre l'évolution de l'entreprise.

Le temps consacré à cette communication va varier en fonction du type de partenaires (fonds d'investissement, investisseurs privés, marchés boursiers), et du type d'évènement (nouveau projet de développement, difficultés passagères...).

### JE DONNE DÉJÀ BEAUCOUP D'INFORMATIONS...

**VRAI** : mais... Au-delà de l'obligation pour toutes les sociétés commerciales de déposer leurs comptes sociaux au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) lors de la clôture annuelle, des éléments d'information complémentaires d'ordre économique et financier, actuels et prévisionnels, peuvent être définis dans les statuts de l'entreprise ou bien dans le pacte d'actionnaires, et ce afin de favoriser leur connaissance de l'évolution de l'activité et de la situation de l'entreprise :

- un reporting mensuel ou trimestriel de quelques indicateurs clés, avec un prévisionnel de trésorerie et des projections d'activités,
- des droits d'information renforcés : audit, questions régulières au dirigeant, ...
- des comités de "surveillance" ou "stratégiques" permettant aux actionnaires d'être informés plus précisément et plus fréquemment de la marche des affaires et d'être plus directement associés aux prises de décisions.

### TOUTES CES OBLIGATIONS DE REPORTING NE ME SERVENT À RIEN...

**FAUX** : le dirigeant d'entreprise a vraiment tout intérêt à communiquer régulièrement et en toute transparence avec ses actionnaires. C'est la source d'une meilleure organisation interne et d'un pilotage opérationnel de qualité, mais également un moyen efficace de bénéficier d'un soutien stratégique et de compétences utiles pour de nouveaux développements. L'information donnée aux investisseurs professionnels trouve sa contrepartie dans leur précieuse expérience des organisations, leur bonne connaissance du secteur d'activité et de ses enjeux, leur regard à la fois proche et distancié ainsi que leur solide réseau de contacts. Autant d'éléments clés qui, associés au bénéfice d'image lié à l'ouverture de capital, signe de maturité et de solidité, constituent des facteurs décisifs de succès pour l'entreprise.

### TÉMOIGNAGE

"Le reporting financier ? Un "mal nécessaire"... et pas toujours un mal ! Nécessaire d'abord, parce que le reporting fait naturellement partie de la règle du jeu lorsqu'on sollicite la confiance d'investisseurs pour financer le développement de sa société. En premier lieu, il faut garder en tête que le reporting n'est pas que l'apanage des seules entreprises cotées en bourse. Et d'ailleurs le reporting le plus exigeant n'est pas toujours celui que l'on croit... Dans tous les cas, le reporting est un apport nécessaire au contrat de confiance que l'on scelle avec ses investisseurs. Ce qui rend le reporting contraignant en environnement coté, c'est bien entendu le corpus de réglementation qui le structure : délais et formats réglementaires, audits financiers plus poussés (et plus coûteux...) voire, comme c'est le cas pour EDAP TMS, cotée sur le NASDAQ, audit des procédures de contrôle interne. Mais ce peut être aussi une aide et un guide pour structurer ses outils de pilotage et de contrôle, car la confiance qu'on donne à l'extérieur, on la gagne aussi pour soi ! Afin de capitaliser sur ces contraintes de reporting et de profiter de l'exigence qualité qu'ils imposent, nous avons construit nos outils de pilotage financier et budgétaire sur les procédures et les outils développés pour le reporting externe. C'est certainement un investissement important pour une PME, mais avec in fine une capacité de pilotage -et espérons-le de développement- que nous n'aurions pas su construire sans cela."

**Eric SOYER**, Directeur Général EDAP TMS

"On va  
m'imposer  
une  
gouvernance"

Pour que la gouvernance soit équilibrée et fluide, elle doit avoir été réfléchi bien en amont par toutes les parties prenantes.

La rédaction du pacte d'actionnaires fige le cadre de cette gouvernance.

7

## LE NOUVEL ACTIONNAIRE VA PRENDRE LE POUVOIR AU NIVEAU DE MON CONSEIL D'ADMINISTRATION...

Il y a généralement mise en place d'une gouvernance adaptée à la nouvelle géographie du capital et du pouvoir. Selon le poids du nouvel actionnaire et son type (financier ou industriel par exemple), le partage du pouvoir est revisité de façon légère ou plus lourde.

Le nouvel actionnaire peut demander de pouvoir désigner un ou plusieurs représentants au Conseil d'Administration (ou Conseil de Surveillance), et de clarifier les modes de prises des décisions importantes.

Il demande généralement à inclure la définition des pouvoirs de chacun, dans les statuts, et/ou dans un pacte d'actionnaires et/ou dans un règlement intérieur du Conseil d'Administration.

## LES PRINCIPALES DÉCISIONS VONT M'ÉCHAPPER...

Certaines décisions impliquant l'avenir de l'entreprise (investissements) mais aussi la situation financière personnelle du dirigeant (politique de dividendes) peuvent échapper en partie au dirigeant fondateur.

Un partage des pouvoirs de décision atténue la responsabilité du dirigeant.

## MON ÉQUIPE DE DIRECTION VA ÊTRE AFFECTÉE...

Une modification du mode de gouvernance n'entraîne pas forcément une modification de l'équipe opérationnelle, la gouvernance et le management étant deux notions différentes, bien que se côtoyant dans le fonctionnement de l'entreprise.

Cependant, si le nouvel actionnaire est un industriel connaissant bien le secteur et si l'on attend de cet actionnaire la création de synergies, on cherchera à organiser son apport de compétence sectorielle et de réseau. Cet apport peut se faire par l'introduction d'un spécialiste du secteur au Conseil.

## TÉMOIGNAGE

*"Quand j'ai repris SDMS en 2006, l'entreprise était une SAS avec un dirigeant qui possédait 90% du capital. La gouvernance se limitait à un Président unique.*

*Je me suis associé pour la reprise avec un fonds d'investissement, le prix d'achat de l'entreprise étant supérieur à mes capacités financières. Nous avons revu ensemble la nouvelle gouvernance de l'entreprise, avec notamment la création d'un Comité Stratégique. J'ai proposé au fonds de nommer au sein de ce Conseil un administrateur indépendant. Le fonds était parfaitement en phase avec cette approche ; nous avons même décidé d'avoir deux administrateurs indépendants, l'un présenté par le fonds, l'autre par moi. Les deux sont d'anciens dirigeants de PME ou d'ETI.*

*Après plusieurs années de fonctionnement, je suis tout à fait satisfait de cette gouvernance. La présence des Administrateurs Indépendants est un relais de compréhension important entre le fonds et le dirigeant. Les décisions stratégiques sont mieux équilibrées entre les aspects purement financiers et les aspects "développement de l'entreprise à long terme".*

*Je n'ai pas eu l'impression d'avoir perdu en autonomie, cette nouvelle gouvernance n'a pas affecté mes pouvoirs opérationnels de direction, et je suis toujours toujours resté le seul décideur, par exemple pour la constitution de mes équipes ou pour les choix d'investissement."*

**Louis LANDROT**, membre du Conseil de Surveillance de SDMS et  
Président de la région APIA Grand Sud-Est

"Ma décision est irréversible"

Ouvrir son capital n'est pas forcément irréversible, mais cela nécessite d'anticiper une évolution future des relations entre les actionnaires et de prendre des précautions par la mise en place d'un pacte d'actionnaires attentivement réfléchi.



## **JE N'AURAI PLUS LA MAÎTRISE DE LA COMPOSITION DU CAPITAL (LES NOUVEAUX ACTIONNAIRES PEUVENT EUX-MÊMES CÉDER À DES TIERS AVEC LESQUELS JE N'AURAI PAS FORCÉMENT LE MÊME AFFECTIO SOCIETATIS)...**

**FAUX** : il est possible de régir les transmissions par un pacte d'actionnaires assorti des modalités de cession suffisamment strictes et comportant notamment un droit de préférence.

## **UNE FOIS QU'UNE PARTIE DE MON CAPITAL SERA "DANS LA NATURE" JE NE POURRAI PLUS REPRENDRE LES ACTIONS AINSI EN CIRCULATION...**

**FAUX** : il est toujours possible de racheter les minoritaires.

L'entrée d'un nouvel actionnaire est souvent dictée par des objectifs de croissance.

Dans un tel contexte, il s'agit le plus souvent d'actionnaire(s) financier(s) dont l'échéance de sortie est à 5 ou 7 ans.

3 cas de figures doivent être envisagés :

- Soit l'apport financier a généré une croissance significative de la société et un accroissement de ses profits, auquel cas le financement du rachat des minoritaires ne devrait pas poser de difficulté en raison de l'espérance des profits futurs ;
- Soit la croissance attendue n'a pas été au rendez-vous et la participation à racheter sera d'autant plus décotée qu'elle est minoritaire, et que l'acquéreur naturel est l'actionnaire majoritaire ;
- Le succès de la croissance a boosté la valeur de la participation et l'entreprise dispose d'une trésorerie suffisante : il est alors possible d'envisager une réduction de capital pour faire sortir les minoritaires sans que l'actionnaire majoritaire s'endette (c'est notamment le cas des sociétés cotées qui rachètent leurs propres actions ou même des majoritaires qui souhaitent sortir de la cote, par exemple RADIAL ou DEVEAUX).

## **SI J'OUVRE MON CAPITAL DE FAÇON MAJORITAIRE, LA DÉCISION EST ENCORE PLUS IRRÉVERSIBLE....**

**VRAI** : mais, là encore, il est possible de maîtriser les opérations si l'ouverture du capital a été réfléchie et gérée en amont.

Il peut par ailleurs y avoir des clauses de revoyure en fonction d'un certain nombre d'objectifs comportant éventuellement un mode de calcul du rachat.

## **TÉMOIGNAGE**

*Créée en 1750, c'est en 1967 que les actionnaires de l'entreprise industrielle textile DEVEAUX ont appelé Lucien DEVEAUX pour en prendre la direction générale.*

*A cette époque la Société réalisait un CA de 3 MF (450 K€)...et Lucien DEVEAUX avait pu réunir la totalité du capital.*

*Menant une stratégie volontariste d'investissements de production associée à une politique de croissance externe, l'entreprise voit son CA multiplié par 75 de 1968 à 1986, date à laquelle L. DEVEAUX décide d'ouvrir son capital en introduisant la Société en Bourse afin de faire appel au marché pour financer son expansion.*

*C'est ainsi que le CA passe de 45 M€ en 1986 à 140 M€ en 2006 en ayant toujours une rentabilité remarquable pour son secteur d'activité, résultat de sa politique soutenue d'investissements.*

*Cependant la Bourse n'apportant plus au Groupe à ces les outils de financement dont il avait besoin, en 2006 les actionnaires majoritaires décident de racheter les 35% du capital qui étaient entre les mains de divers porteurs.*

*Aujourd'hui les actionnaires familiaux détiennent à nouveau 100% du capital et la Société poursuit sa croissance à un rythme tout aussi régulier.*

"Mon entreprise n'intéresse personne"

Il existe (presque) toujours une solution pour trouver l'investisseur ad hoc. À condition de chercher les bonnes réponses, sans a priori.



### **MON MARCHÉ N'OFFRE PAS DE PERSPECTIVES ATTRACTIVES POUR UN ACTIONNAIRE...**

Avez-vous procédé à une analyse approfondie du positionnement stratégique de votre entreprise et de ses opportunités de croissance ? L'arrivée d'un nouvel actionnaire peut être l'occasion de le faire.

### **MON ENTREPRISE EST TROP PETITE...**

Il n'y a pas que les fonds de pension californiens. Il existe des investisseurs intéressés par les petites sociétés.

### **MON MÉTIER EST UN MÉTIER DE PAUVRE. IL N'Y A PAS DE MARGES SUFFISANTES POUR INTÉRESSER UN ACTIONNAIRE...**

Avez-vous réfléchi au reengineering de votre entreprise ? L'arrivée d'un nouvel actionnaire, avec un regard neuf, peut être l'occasion de le faire.

### **MON MÉTIER EST UN MÉTIER DE SPÉCIALISTE. MON ENTREPRISE EST UNIQUE. UNE SI PETITE NICHE N'INTÉRESSE PERSONNE...**

Beaucoup d'investisseurs recherchent au contraire des positionnements de niche.

### **MON MÉTIER EST UN MÉTIER TROP CAPITALISTIQUE. LES CYCLES ET LES RETOURS SUR INVESTISSEMENT SONT TROP LONGS...**

Tous les actionnaires ne recherchent pas nécessairement une rotation des capitaux et des retours rapides. Il y a des investisseurs patients qui peuvent accompagner dans la durée un cycle de développement.

### **MON ENTREPRISE DÉPEND TROP EXCLUSIVEMENT DE MOI. PERSONNE NE PRENDRA LE RISQUE D'EN DEVENIR ACTIONNAIRE DANS CES CONDITIONS...**

L'entrée d'un nouvel actionnaire peut précisément être l'occasion et le moyen de commencer à structurer une vraie Direction Générale et à préparer une succession managériale.

### **MON ENTREPRISE DÉPEND TROP D'UN OU DEUX COLLABORATEURS-CLÉ...**

Il y a peut-être une réflexion à ouvrir sur leur association au capital.

### **MON ENTREPRISE NE DÉGAGE PAS DE RÉSULTAT, MAIS ELLE PEUT VALOIR TRÈS CHER SI LES INVESTISSEMENTS QUE J'AI RÉALISÉS PORTENT LEURS FRUITS...**

Tout s'analyse. Il y a des produits financiers pour répondre à ce type de problème.

### **JE NE SUIS PAS PRÊT À PARTAGER LES DÉCISIONS DE GESTION. MON ENTREPRISE EST TROP PERSONNELLE...**

Il existe des investisseurs qui ne souhaitent pas être associés à la décision. Il existe des produits financiers de quasi fonds propres qui ne donnent pas accès au pouvoir de décision.

A l'heure de la mondialisation de la globalisation et de l'intermédiation dématérialisée via internet, peut-on aujourd'hui se retrancher derrière l'illusion que rester petit et local permet de maîtriser son destin ? Diriger une entreprise, c'est prendre quasi-quotidiennement des risques nouveaux : patrimoniaux, stratégiques, industriels, commerciaux, managériaux...

Ouvrir son capital ne constitue pas, en tant que tel, une nouvelle prise de risque ! Ouvrir son capital, c'est trouver un partenaire financier adéquat aux projets de développement de l'entreprise, aux enjeux patrimoniaux et industriels ; C'est impliquer un ou de nouveaux partenaires sur la base de la vision que le dirigeant a du futur de l'entreprise ; C'est partager, à la différence d'autres moyens de financement, le risque économique et financier avec d'autres.

Ouvrir son capital c'est, comme toute bonne association, surtout bien choisir son partenaire financier !

**Sur le choix du partenaire financier...**

**1.** La présentation de l'entreprise et de son ou ses projets lors de l'ouverture du capital permet de "sélectionner" les partenaires financiers. Le Business plan permet d'identifier la durée de retour sur investissement.

**2.** Les partenaires financiers n'ont pas tous le même horizon temporel :

- On arbitrera en fonction du profil de l'entreprise et de ses projets entre les différents acteurs.
- De même, l'horizon d'investissement des fonds d'investissement diffère en fonction de l'origine des fonds collectés (family office, sur fonds propres, gestion pour compte de tiers...).

**Sur l'adaptation du management aux nouvelles ambitions...**

**1.** Voir loin et avoir une stratégie pour la composition de l'encadrement : ne pas hésiter à investir par anticipation dans des recrutements ciblés sur la taille future de l'entreprise, donc avec un saut de compétences et de profils. Un conseil : ne pas viser « a minima », quitte à se focaliser sur l'indispensable.

**2.** Identifier les potentiels, tant internes qu'externes, pour planifier la montée en compétences qui accompagnera la réalisation du Business Plan, surtout s'il ouvre l'entreprise à de nouvelles dimensions : multi pays, multi marques, multi sites...

**3.** S'appuyer sur le Conseil d'Administration : c'est une des missions du Conseil d'Administration que d'accompagner le dirigeant dans l'analyse et la vision sur les profils de l'équipe de direction.

**Sur la réflexion en amont au sujet de la gouvernance...**

**1.** Avant d'ouvrir son capital, faire un état des lieux de la gouvernance en place et des modes de décisions. Être clair sur ce qui est satisfaisant et ce qui devrait évoluer : par exemple composition du Conseil d'Administration, compétences et expérience des administrateurs en place, besoin d'évolution (faire entrer de nouvelles compétences, désigner un ou plusieurs administrateurs indépendants, préciser les attributions de chacun).

**2.** Être clair sur ce que le dirigeant est prêt à accepter ou non en matière de nouvelle répartition des pouvoirs, et de partage des grandes décisions.

**3.** Essayer de faire de la contrainte des demandes du nouvel actionnaire une opportunité pour revisiter sa gouvernance et la rendre plus claire et plus efficace.

**4.** Intégrer ces aspects dans la négociation avec le nouvel actionnaire, et faire inclure dans le pacte d'actionnaires (ou l'acte d'augmentation de capital) les précisions sur le type de structure (monale ou duale), qui pourra évoluer avec l'accord d'une Assemblée Générale Extraordinaire.

On devra également préciser les décisions qui doivent être soumises au Conseil ainsi que les règles de majorité qui seront appliquées. Bien sûr, le poids du nouvel actionnaire dans le capital déterminera la marge de manœuvre de ces négociations.

**La gouvernance** est le mode de répartition des pouvoirs entre l'Assemblée Générale des actionnaires, le Conseil d'Administration (ou Conseil de surveillance) et l'exécutif (la direction et l'équipe opérationnelle). On recherche généralement un équilibre entre ces pouvoirs, sauf si, de facto, le pouvoir est concentré dans une main (pouvoir détenu par un PDG seul actionnaire ou largement majoritaire).

**Les statuts**

C'est un contrat passé entre les associés qui :

- définit les éléments déterminants d'une personne morale (dénomination sociale, siège, capital...),
  - définit les règles qui concerneront la gestion des titres sociaux,
  - désigne les organes de gestion et de contrôle.
- Ces statuts sont publics.

**Le pacte d'actionnaires ou d'associés**

C'est une convention entre les actionnaires ou les associés qui règle les points non traités dans les statuts, tels que :

- les modalités et conditions de la perte de la qualité d'associé,
- l'organisation de la répartition du capital,
- les clauses de liquidités,
- la distribution de dividendes,
- la politique d'investissements,
- l'organisation du Conseil d'Administration,
- la désignation, la rémunération et le statut des dirigeants.

Le pacte est généralement confidentiel.

**Attention !**

Alléger les statuts au profit du pacte d'associés permet plus de confidentialité et de souplesse. En revanche, cela diminue la sécurité juridique.

## Catalyseur du dynamisme de Rhône-Alpes autour du financement

**En région Rhône-Alpes, le dynamisme économique** s'est traditionnellement appuyé sur les expertises de sa Place financière. Aujourd'hui encore, les entreprises régionales y trouvent une vraie diversité d'acteurs en matière de financements et de conseils. Elles peuvent compter sur un réseau de partenaires institutionnels et privés qui portent des projets communs pour les servir au mieux.

**Dans ce contexte, Lyon Place Financière et Tertiaire conduit depuis bientôt 30 ans sa mission d'animation de la Place** : faire se croiser expériences et compétences entre professionnels de la finance et du conseil, des entreprises et des universitaires. Elle offre un cadre unique et neutre, propice à des réflexions de fonds sur l'environnement économique, réglementaire et financier.

**C'est ce creuset de compétences** qui permet d'apporter des éclairages issus du terrain, enrichis par des regards croisés. Ils sont destinés aussi à accompagner les entreprises, en leur permettant à leur tour de s'enrichir des bonnes pratiques. Lyon Place Financière et Tertiaire est ainsi un fournisseur de contenu.

En tant qu'institution, Lyon Place Financière et Tertiaire est aussi appelée à accompagner la réflexion autour de projets collectifs, comme Lyon Pôle Bourse qu'elle a créé, le hub du financement dont elle est l'opérateur ou Place d'échange qu'elle accompagne.

**Enfin, ses analyses sur l'économie régionale** contribuent à la visibilité et à l'attractivité du territoire.

### 4 Cycles autour de l'entreprise

La Place financière peut contribuer à accompagner la croissance des entreprises en Rhône-Alpes. C'est la conviction de Lyon Place Financière et Tertiaire, qui se positionne comme un carrefour de bonnes pratiques et un observatoire des évolutions économiques et réglementaires, à travers **4 thèmes qui dressent le fil rouge des actions 2014-2015.**

Les 4 cycles sont animés par des comités de pilotage qui assurent un niveau d'expertise et une diversité d'approches. Ces comités proposent ensuite aux adhérents des rendez-vous de travail et/ou des points de rencontre dans le cadre de tables-rondes sur les sujets abordés.

**Gestion du risque** dans les PME/ETI, animé par Dominique Takizawa, Vice-Présidente LPFT & Secrétaire Général de l'Institut Mérieux.

Fondamentaux de la gestion du risque ; Veille de risques émergents ; Partage de la conscience du risque.

**Nouvelles pistes de financement**, animé par Guirec Penhoat, Membre du bureau de LPFT & Directeur Central de la CIC Lyonnaise de Banque.

Fondamentaux du financement ; Évolutions techniques et réglementaires ; Nouvelles offres et recommandations sur les produits et leur utilisation.

**Stratégie actionnariale**, animé par Jean-Pierre Gitenay, Vice-Président de LPFT & Avocat Associé co-Fondateur du cabinet Lamy Lexel Avocats Associés.

Freins et motivations expliquant la volonté de croissance ou non du dirigeant actionnaire ; Les contraintes juridiques, fiscales ou sociales liées à une stratégie de développement ; Recommandations en matière de gouvernance, de stratégie actionnariale, de dispositifs d'accompagnement.

**Solutions de fonds propres**, animé par Jean-Louis Flèche, Membre du bureau de LPFT & PDG du cabinet Orfis Baker Tilly.

Nouvelles solutions de fonds propres, qui a donné lieu à un travail sur le Crowdfunding ; Vision sur l'ensemble de l'offre de fonds propres ; Aides pour entrer dans un processus d'ouverture de capital.

Un document à l'initiative de  
LYON PLACE FINANCIÈRE ET TERTIAIRE  
Dans le cadre du cycle "Stratégie Actionnariale"

Avec la contribution de :

Jean-Pierre GITENAY – Animateur du cycle Stratégie Actionnariale – VP LPFT  
/ Lamy Lexel Avocats Associés

Michel-Pierre DELOCHE – IFA Rhône-Alpes ; Thierry FAVARIO – IDEA  
Lyon III ; Stéphane FLEX – MEDEF Rhône-Alpes ; Michel FRAISSE – MFGI ;  
Myriam LYAGOUBI – EM LYON ; Bertrand MANET – Aforge Degroof  
Finance ; Jean-Philippe MARANDET – APIA ; Bruno RUSCON – Conseil  
Régional de l'Ordre des Experts Comptables Rhône-Alpes ; Dominique  
VALETTE – Deloitte & Associés



**9 idées reçues sur l'ouverture du capital**  
**Cap ou pas cap ?**

**Lyon Place Financière et Tertiaire**

Palais du Commerce – Place de la Bourse – 69002 Lyon  
Tél. : 04 78 37 62 30 – Fax : 04 72 41 74 64  
lpft@lyon-finance.org – www.lyon-finance.org

Scannez le  
QR Code et  
retrouvez notre  
actualité, l'agenda  
et d'autres  
publications !

