

QUELS PACTES D'ACTIONNAIRES POUR LES BUSINESS ANGELS (INVESTISSEURS PROVIDENTIELS) ?

Par Hervé Pichard,
Avocat Associé

Et

Bruno Pichard,
Avocat Associé

Lorsque un investisseur providentiel (aussi appelé business angel) prend une participation dans une société, il demande quasi-systématiquement qu'un pacte d'actionnaires soit conclu. Certaines associations d'investisseurs providentiels font même obligation à leurs membres de conclure un tel pacte.

Il peut paraître difficile de définir précisément ce qu'est un investisseur providentiel ; mais en principe, il répond au moins aux cinq caractéristiques suivantes :

- il s'agit d'une personne physique qui investit avec son patrimoine propre ;
- souhaitant investir et s'investir : autrement dit, apporter ses capitaux mais aussi son expérience, ses réseaux et aussi une partie de son temps ;
- intervenant dans des entreprises en phase de démarrage et à fort potentiel ;
- ayant vocation à céder dans quelques années sa participation en espérant une plus value significative ;
- sa participation est minoritaire.

Au-delà des traits communs à tout pacte, le pacte qui devra être conclu par un investisseur providentiel sera donc différent de celui conclu au sein d'une société patrimoniale entre actionnaires familiaux ou entre les dirigeants d'une société et un fonds d'investissement.

Avant de préciser qu'elles peuvent être les clauses spécifiques d'un pacte d'actionnaires pour un investisseur providentiel, il faut d'abord se demander si un tel pacte est bien nécessaire. En particulier, son établissement risque d'être l'occasion de tensions entre l'entrepreneur et les investisseurs providentiels et même en l'absence de toute tension, il aura un coût, ne serait-ce que par le temps passé à l'établir.

I - Pourquoi un pacte

Cette question renvoie en réalité à une double interrogation : l'application des simples droits prévus par la réglementation est-elle suffisante pour satisfaire l'investisseur providentiel ? Et dans la négative, faut-il prévoir un pacte ou se contenter de clauses statutaires ?

A - L'investisseur démuni

La société par actions simplifiée et les sociétés anonymes constituent les véhicules juridiques en principe utilisés par les sociétés auxquelles participent les investisseurs providentiels. Chaque SAS constituant un cas particulier, il n'est pas possible d'en tirer des règles générales pour cette forme de société. On se placera donc sur ce point dans le seul cas d'une société anonyme.

1 - Un droit à l'information limité

Sans rentrer dans le détail de ce droit, rappelons que les informations que pourra recevoir l'investisseur providentiel proviendront :

- Des questions écrites qu'un actionnaire peut poser avant toute assemblée générale et auxquelles le conseil d'administration est tenu de répondre ;

- De la possibilité deux fois par an, si l'actionnaire détient 5% du capital, de poser des questions sur tout fait de nature à compromettre l'exploitation, questions auxquelles le Président du conseil d'administration doit répondre.

- Sous la même condition, de la possibilité de poser une question sur une ou plusieurs opérations de gestion au Président du conseil d'administration. A défaut de réponse ou en cas de réponse insuffisante, l'investisseur providentiel pourra solliciter une expertise de gestion (Article L.225-231 du Code de commerce).

- Du droit d'obtenir la copie de documents tels que les comptes annuels, les rapports du commissaire aux comptes et du conseil d'administration, ou encore les procès-verbaux des assemblées tenues, et ce pour les trois derniers exercices.

Au bout du compte, les droits prévus par la réglementation se révèlent peu satisfaisants pour un investisseur providentiel. L'exercice de tels droits peut d'abord être mal vécu par l'entrepreneur. Lui poser par exemple des questions écrites avant une assemblée pourra lui sembler un acte hostile à son égard. Ensuite, ces droits ne donnent accès qu'à des informations limitées, loin de ce dont peut avoir besoin un investisseur providentiel. Par exemple, l'investisseur providentiel n'aura pas accès, si on s'en tient à la seule réglementation, aux informations sur les budgets, sur les investissements ou sur la signature de contrats majeurs. L'investisseur providentiel n'est donc pas en mesure de s'impliquer dans l'entreprise comme il le souhaite.

2 - Un droit de gestion réduit à son minimum

L'investisseur providentiel est en principe un actionnaire minoritaire et le plus souvent, même s'ils sont plusieurs investisseurs providentiels à être actionnaires de la même société, leur participation globale reste elle aussi minoritaire et en dessous de la minorité de blocage. Ils auront certes le droit de vote aux assemblées mais ils resteront soumis au bon vouloir de l'entrepreneur. En particulier, s'ils sont nommés comme administrateur ou membre du conseil de surveillance et s'ils déplaisent, ils pourront être révoqués à tout moment. Si l'entrepreneur consent donc à les nommer dans ces organes, ils ne pourront donc pas agir avec toute l'indépendance requise.

Leur influence ne pourra, de ce point de vue, se faire librement sentir qu'en présence de plusieurs entrepreneurs qui en viendraient à se disputer. Le vote de l'investisseur providentiel pourrait alors faire pencher la balance en faveur de l'un ou l'autre de ces entrepreneurs. Mais il s'agit là d'une situation conflictuelle et l'objectif de l'investisseur providentiel n'est pas d'aboutir à une telle situation.

B - Clauses sur la direction

L'investisseur providentiel souhaite participer à la gestion de la société alors que, comme rappelé précédemment, une participation minoritaire le laisse à la merci du bon vouloir de l'entrepreneur. De son côté, l'entrepreneur voudra savoir jusqu'où l'investisseur providentiel voudra s'impliquer. En fonction du type de société, les possibilités seront plus ou moins ouvertes et il leur appartiendra de se mettre d'accord sur la forme la mieux adaptée à leurs besoins.

1 - Les organes de direction

Si la forme retenue est la société anonyme, le choix sera limité entre la SA à directoire et conseil de surveillance et la SA à conseil d'administration avec, dans ce dernier cas, une nouvelle option entre le président cumulant son mandat avec celui de directeur général et le président ne procédant pas à un tel cumul. Leurs modes de fonctionnement sont bien connus et il est inutile de s'y étendre. Soulignons que s'ils offrent un cadre qui peut paraître rigide par rapport à la SAS, en contrepartie, ils sont régis par un grand nombre de textes qui laissent peu de place à l'incertitude. Les parties sauront donc clairement (ou presque) à quoi s'attendre.

La SAS présente les avantages et les inconvénients inverses : l'investisseur providentiel et l'entrepreneur peuvent donner libre cours à leur imagination et convenir d'un mode de direction sur mesure, collant au plus près de leurs besoins : comité stratégique décidant de certaines questions majeures, simple comité d'orientation avec un rôle purement consultatif, organe voisin du conseil d'administration etc... En revanche, chaque SAS constituant une structure unique, des zones d'ombre risquent de subsister sur son fonctionnement et les parties peuvent se trouver dans une situation où leurs droits et obligations resteront à déterminer.

2 - La nomination des organes de direction

Une fois définis les organes de direction et les personnes qui occuperont les postes correspondants, les investisseurs providentiels, en tant que minoritaires, devront s'assurer que leur nomination à ces postes, si elle est prévue, ne sera pas à la merci de la volonté de l'entrepreneur majoritaire. Il faudra donc déterminer qui nomme telle personne à telle fonction, prévoir si tel ou tel actionnaire dispose d'un droit de veto ou de première proposition pour tel poste, etc...

Si la structure retenue est une SAS, le choix sera lui aussi très vaste et les clauses correspondantes feront plutôt l'objet d'articles dans les statuts que de clauses dans un pacte d'actionnaires.

S'il s'agit d'une SA, il est aussi possible de faire preuve d'imagination mais en restant dans le cadre des règles d'ordre public, comme par exemple les règles de majorité dans les assemblées générales ordinaires ou la révocabilité ad nutum des administrateurs. Le plus souvent, le problème tournera autour de la licéité des conventions de vote. Rappelons que pour être valables, les conventions de vote doivent être limitées dans leur portée (y compris dans leur portée temporelle), ne pas porter atteinte à l'intérêt social et ne pas constituer de fraude à la loi. Chaque fois que possible, lorsqu'il sera prévu de nommer une personne à une fonction, il sera préférable de laisser un choix aux actionnaires. Il vaudra ainsi mieux prévoir la nomination d'une personne parmi un groupe de personnes même restreint, plutôt qu'un candidat unique.

Avant de déterminer les postes qu'il souhaite occuper, l'investisseur providentiel devra d'abord s'interroger sur la responsabilité qu'il accepte de prendre. C'est ainsi que même s'il souhaite consacrer une partie de son temps à la société, l'investisseur providentiel ne souhaitera pas pour autant voir sa responsabilité mise en cause en cas de difficultés financières de l'entreprise, et tout particulièrement en cas de redressement ou liquidation judiciaire. S'agissant de sociétés jeunes, certes avec un fort potentiel, l'hypothèse d'un redressement ou d'une liquidation judiciaire ne constitue pas une simple hypothèse d'école et, parmi les investissements réalisés par les investisseurs providentiels, un nombre non négligeable de ces investissements risque de connaître une telle issue. Plus le pacte ou les statuts donneront un rôle significatif à l'investisseur providentiel, plus sa responsabilité pourra être mise en cause. Il y a donc là aussi un critère de choix et un équilibre entre risque et implication à sérieusement prendre en compte.

3 - Obligation de se maintenir dans la société pendant une certaine durée

Il s'agit là plutôt d'une obligation imposée par l'investisseur providentiel à l'entrepreneur. S'agissant de jeunes entreprises, la présence d'une ou deux personnes clés, souvent les créateurs, est en général indispensable à leur succès. Il peut être tentant alors de soumettre ces personnes clés à une obligation de rester au service de l'entreprise pendant une durée minimum. Ce peut être aussi l'occasion pour l'investisseur providentiel de tester l'intérêt réel que portent les entrepreneurs au projet pour lequel l'investisseur providentiel est sollicité. Un refus d'accepter une clause obligeant à se maintenir ou une négociation tendue à ce propos ne pourra que susciter des doutes chez l'investisseur providentiel.

Des contraintes juridiques peuvent néanmoins limiter l'intérêt de telles clauses, en particulier, le droit du travail qui pourrait rendre illicite un engagement de rester au service de la société pendant une durée minimale dans le cadre d'un contrat de travail. Une telle clause porterait en effet atteinte au droit que tout salarié a de démissionner.

Plutôt que de prévoir une obligation de se maintenir pendant une durée minimale, il peut être stipulé que l'entrepreneur devra céder ses actions s'il n'a plus d'activité professionnelle au sein de la société. Une telle clause n'offre à l'investisseur providentiel qu'une protection limitée. D'une part, il ne souhaite en principe pas détenir une participation majoritaire, participation qui résulterait de la vente de ses titres par l'entrepreneur. D'autre part, le départ du dirigeant d'une société en phase de démarrage risque d'en réduire sensiblement la valeur, voire de la rendre nulle.

L'investisseur providentiel pourra donc préférer une clause obligeant l'entrepreneur à lui racheter ses actions en cas de départ de cet entrepreneur, si l'investisseur providentiel le souhaite. Cet engagement n'est lui aussi que partiellement satisfaisant. En effet, l'entrepreneur ne dispose en principe que de ressources financières limitées (c'est aussi pour cette raison qu'il a fait appel à l'investisseur providentiel) ; il risque donc de ne pas être en mesure d'exécuter son engagement.

4 - Limites de pouvoirs des dirigeants

Dans la mesure où l'investisseur providentiel veut participer au moins à la stratégie de l'entreprise, les pouvoirs du dirigeant-entrepreneur seront limités pour que certaines décisions majeures soient soumises à l'investisseur providentiel. Il faudra

3 - L'avenir solitaire de leur participation

En l'absence d'accords particuliers, l'investisseur providentiel peut rester actionnaire indéfiniment, rien n'obligeant par exemple le majoritaire à ne céder ses propres titres que si ceux de l'investisseur providentiel sont également achetés. Au mieux, dans le simple cadre légal, les statuts prévoient une clause d'agrément qui ne sera qu'une bien faible protection pour l'investisseur providentiel.

Autrement dit, aucune sortie de l'investisseur providentiel n'est prévue et contrairement à sa volonté initiale, l'investisseur providentiel peut se retrouver prisonnier de son investissement.

B - Le Choix entre pacte et statuts

Une fois confirmée la nécessité d'aller au-delà de la simple application de la réglementation, il faut déterminer sous quelle forme des droits complémentaires seront accordés aux investisseurs providentiels : clauses statutaires dans une SA ou une SAS ou pacte d'actionnaires.

Les critères généraux de choix entre un pacte et des clauses statutaires sont bien connus (absence d'opposabilité du pacte aux tiers, discrétion du pacte, en revanche, sanctions plus simples à mettre en œuvre en cas de violation d'une clause statutaire...)

Dans le cas d'un investisseur providentiel, on peut les compléter par les remarques suivantes : l'investisseur providentiel est en principe conduit à prendre des participations dans plusieurs sociétés. Si c'est l'option clause statutaire qui est retenue pour un investissement, les conditions de cet investissement seront donc accessibles à tous. Lors de ses investissements ultérieurs, les entrepreneurs pourront opposer à l'investisseur providentiel ce qu'il a déjà accepté par le passé et demander à bénéficier au moins des mêmes conditions. Autrement dit, choisir les clauses statutaires, c'est rendre public les conditions de ses investissements et s'affaiblir lors de futures négociations. Par ailleurs, si certaines restrictions de pouvoirs sont imposées à l'entrepreneur, celui-ci peut, parfois, mal accepter que ces restrictions soient rendues publiques, alors qu'il aura encore un contrôle très majoritaire de son entreprise.

En termes de mise en place, la conclusion d'un pacte d'actionnaires peut aussi se révéler plus simple. En premier lieu, il ne nécessite que l'accord des parties à ce pacte. Mais surtout, pour mettre en place un pacte d'actionnaires, il suffit d'un contrat signé par l'ensemble des parties. En revanche, si les parties conviennent de conférer à certaines actions des droits particuliers et de spécifier ces droits dans les statuts, il faudra alors se soumettre aux procédures applicables aux actions de préférence avec au moins l'intervention du commissaire aux comptes et éventuellement d'un commissaire aux avantages particuliers. S'agissant de sociétés aux ressources matérielles et financières limitées, l'investisseur providentiel et l'entrepreneur auront souvent le souci d'aller au plus simple et seront donc tentés par le pacte d'actionnaires.

II - Les principales clauses

Dans le cadre des relations entre l'investisseur providentiel et l'entrepreneur, et pour que l'investisseur providentiel puisse réellement jouer son rôle, quatre grandes catégories de clauses sont à prévoir. Elles sont relatives à l'information de l'investisseur, à la direction de la société, aux cessions de titres et aux droits financiers.

A - Clauses d'information

On peut ici distinguer l'information passive qui est fournie à l'investisseur providentiel systématiquement, même en l'absence de demande de sa part, et l'information active qui nécessite une démarche de sa part, sachant que dans tous les cas, l'investisseur providentiel, souhaitant contribuer activement au développement de l'entreprise, aura besoin de savoir ce qui s'y passe.

1 - Droit à l'information passive

Il s'agit ici de déterminer en premier lieu quelles sont les informations pertinentes à fournir à l'investisseur providentiel (chiffre d'affaires, nombre de prospects, clients nouveaux, état d'avancement des recherches, investissements réalisés, état de la trésorerie...). Dans ce domaine, chaque entreprise et chaque investisseur providentiel devraient constituer un cas particulier et les indicateurs retenus devraient varier d'un pacte à l'autre. S'agissant d'une société en phase de démarrage, on prendra souvent soin de surveiller la trésorerie.

Il s'agit ensuite de déterminer la forme et la périodicité des rapports qui doivent ainsi être fournis (mensuelle, trimestrielle...). Ces rapports seront alors établis par l'entrepreneur et adressés à l'investisseur providentiel, même en l'absence de toute demande de sa part.

2 - Droit à l'information active

Le plus souvent, ce droit se matérialisera sous deux formes : le droit de poser des questions et le droit de réaliser un audit.

Pour ce qui est des questions, il faudra préciser quel sera leur objet, qui devra répondre et dans quel délai. S'agissant de l'audit, son objet devra aussi être mentionné, tout comme le nombre de fois où un audit pourra être conduit par période. Enfin, il faudra déterminer qui en supportera les coûts.

On peut enfin envisager le droit pour l'investisseur providentiel de rencontrer certains salariés clés de la société et de s'entretenir librement avec eux.

3 - Les limites

Ces différentes clauses conduisent à donner à certains actionnaires une connaissance particulière de la société. Il faudra être vigilant pour que ces droits ne conduisent pas à une rupture de l'égalité entre actionnaires.

Il peut par ailleurs être tentant pour l'investisseur providentiel de se faire transmettre le plus grand nombre possible d'informations. Mais ici aussi, il ne faut pas perdre de vue que l'entreprise dans laquelle il investit, même si elle a en principe un fort potentiel, est une entreprise jeune aux ressources limitées. Il faut donc prendre garde à ne pas accabler de travail l'entrepreneur et ses collaborateurs en exigeant toutes sortes de rapports. Pendant qu'ils les établiront, ils ne se consacreront pas au développement de l'activité.

Enfin, en fonction des informations reçues et suivant le rôle de l'investisseur providentiel dans la société, sa responsabilité pourrait être mise en cause en cas de difficultés financières (« dépôt de bilan »).

alors définir si l'investisseur providentiel a le simple droit d'être consulté, s'il participe au vote statuant sur l'opération concernée, tout en restant un votant parmi d'autres, susceptible de ne pas être suivi, ou si l'investisseur providentiel dispose à lui tout seul d'un véritable droit de veto.

5 - Garantie homme clé des dirigeants

L'entreprise reposant souvent sur un ou deux hommes clés et pouvant perdre toute valeur en cas de décès ou d'incapacité de ces personnes, il faut se demander s'il faut souscrire une assurance spécifique couvrant l'entreprise dans de tels cas. Le coût de ces assurances peut toutefois se révéler assez onéreux pour de jeunes entreprises.

Si après examen, il est décidé de souscrire une telle assurance, cette décision pourra être consignée dans le pacte.

C - Clauses de cession

1 - Clause d'agrément

Pour l'entrepreneur, l'investisseur providentiel n'est pas un simple apporteur de capitaux, il doit lui apporter des compétences, un réseau, des conseils... De son côté, l'investisseur providentiel a le plus souvent choisi d'investir parce qu'il a cru en l'entrepreneur autant qu'en son projet. La personnalité des actionnaires de la société prend donc ici toute son importance et les rapports entre investisseurs providentiels et entrepreneurs sont normalement marqués par un fort intuitu personae. Il en résultera le plus souvent la présence d'une clause d'agrément du cessionnaire en cas de transfert d'actions, clause qui figurera en général dans les statuts plutôt que dans un pacte proprement dit.

Comme pour toute clause d'agrément, il faudra définir clairement les opérations visées. Dans le cas plus précis des relations entre investisseur providentiel et entrepreneur, il faudra définir l'organe qui donne l'agrément et qui a le pouvoir dans cet organe : si cet organe est totalement contrôlé par l'entrepreneur, la clause d'agrément n'aura d'intérêt que pour lui.

Il est aujourd'hui possible de prévoir dans les SA que les cessions entre actionnaires peuvent elles aussi être soumises à agrément. Une telle possibilité peut se révéler intéressante pour conserver les équilibres entre les différentes catégories d'actionnaires.

Enfin, les clauses d'agrément s'accompagnent en général d'autres clauses relatives à la cession qu'il faudra coordonner avec attention pour éviter toute contradiction ou blocage.

2 - Droit de préemption

Droit classique des pactes d'actionnaires, il trouve ici aussi tout son intérêt, notamment du fait de la présence d'au moins deux catégories d'actionnaires différents qui conduisent à se poser les questions usuelles en la matière : les cessions entre une même catégorie d'actionnaires (entre investisseurs providentiels par exemple) pourront ne pas être soumises à ce droit de préemption ou à un droit de préemption exercable uniquement par les actionnaires de cette catégorie, de façon à maintenir l'équilibre global entre les catégories d'actionnaires (ici entre investisseurs providentiels et entrepreneurs).

De même, les cessions à un tiers non actionnaire pourront donner lieu à un droit de préemption accordé d'abord aux actionnaires de la même catégorie que le cédant, puis aux autres actionnaires si l'exercice de leur droit de préemption par les premiers actionnaires ne couvre pas la totalité des titres à céder.

Une solution simple et fréquente consiste à prévoir un droit de préemption proportionnel aux nombres d'actions détenues. On peut toutefois imaginer naturellement d'autres modes de calcul du droit de préemption.

Enfin, comme pour les clauses d'agrément, les cessions visées par le droit devront être clairement identifiées.

3 - Clause d'exclusion

Il s'agit ici de contraindre un actionnaire à céder sa participation dans la société en conséquence de son comportement. Au titre des comportements qui peuvent donner lieu à cession forcée, on peut citer le changement de contrôle d'un actionnaire. Pour des investisseurs providentiels, investissant à titre personnel sans passer par l'intermédiaire d'une structure juridique, cette clause n'aura cependant pas de portée. Elle pourrait présenter un intérêt pour les investisseurs providentiels si l'entrepreneur lui-même détenait tout ou partie de sa participation par l'intermédiaire d'une société. Elle pourrait permettre d'éviter que cet entrepreneur ne cède sa holding sans l'accord des autres parties. Mais avec cette clause, si on évite l'entrée d'un actionnaire indésirable, on n'évite cependant pas le départ de l'entrepreneur en tant qu'actionnaire avec les risques que ce départ comporte sur la survie de la société.

On peut aussi citer le cas où l'un des actionnaires ferait concurrence à la société. Cette clause sera plus probablement dans l'intérêt de l'entrepreneur : elle lui permettra de s'assurer que l'investisseur providentiel ne prend pas de participations dans des entreprises concurrentes, compte tenu des risques que cela comporte pour sa propre entreprise. Du côté des investisseurs providentiels, si c'est l'entrepreneur qui fait concurrence à sa propre société, on pourrait certes envisager de l'obliger à sortir. Mais ici aussi que vaudra sa société après son départ ?

4 - Clause de cession obligatoire

Il s'agit ici d'imposer à un actionnaire de céder ses actions en même temps que les actions des autres actionnaires, dès lors qu'un pourcentage significatif des actionnaires a accepté l'opération. L'objectif dans ce deuxième cas sera de permettre au cessionnaire de contrôler la totalité de la société ou au moins la totalité des titres des parties au pacte. Il faudra définir quelles sont les cessions qui permettent l'exercice de ce droit et qui en bénéficient.

5 - Clause de sortie conjointe

L'entrepreneur majoritaire peut vouloir garder la possibilité de céder la totalité des titres de la société (ou une fraction significative de ces titres) à un éventuel repreneur et c'est l'objet des clauses de sortie forcée présentées ci-dessus. L'investisseur providentiel minoritaire peut avoir le souci inverse. Il peut en effet craindre que l'entrepreneur ne cède sa participation majoritaire, laissant les investisseurs providentiels minoritaires face à un nouvel entrepreneur qui pourra souhaiter s'épargner la charge financière nécessaire au rachat de leurs actions.

L'investisseur providentiel pourra donc demander que soit prévue une clause obligeant l'entrepreneur à ne vendre ses titres que si le cessionnaire s'engage à acheter également les titres des autres parties au pacte. Ce droit de sortie conjointe peut être total : par exemple, si l'entrepreneur cède le contrôle de la société, le cessionnaire devra acheter la totalité des actions des autres parties au pacte, même si l'entrepreneur conserve des actions. Ce droit de sortie peut aussi être proportionnel : le cessionnaire ne sera tenu d'acheter les titres des autres actionnaires que proportionnellement au nombre de titres cédés par l'entrepreneur par rapport au nombre de titres que cet entrepreneur détenait avant la cession.

6 - Clause de retrait

Si l'entrepreneur peut concevoir de conserver sa participation pendant une très longue durée, voire de la transmettre à ses héritiers, en revanche, l'investisseur providentiel souhaite, lui, céder ses titres dans un horizon de quelques années. Il s'agit même là d'un aspect clé de son investissement. On peut alors imaginer des clauses prévoyant cette sortie. Commençons par la sortie en bourse. On peut toujours prévoir une priorité de l'investisseur providentiel lui permettant de mettre ses titres sur le marché avant ceux de l'entrepreneur. Une telle clause risque cependant le plus souvent de ne pas trouver à s'appliquer, l'introduction en bourse ne constituant un aboutissement que pour une toute petite minorité de sociétés.

On peut aussi demander à l'entrepreneur de s'engager à acheter les actions, passé un certain délai. Une telle clause est théoriquement possible. Mais il ne faut pas perdre de vue que si l'entrepreneur a eu besoin de l'investisseur providentiel, c'est pour bénéficier de son savoir-faire, de ses réseaux... mais c'est aussi tout simplement parce qu'il ne disposait pas lui-même des capitaux suffisants pour lancer son affaire. Quelques années plus tard et tant qu'il n'aura pas revendu son entreprise, la situation risque de ne pas avoir beaucoup évolué de ce point de vue.

On peut imaginer d'autres clauses obligeant l'entrepreneur à chercher des repreneurs pour la participation des investisseurs providentiels après quelques années. Mais il s'agira là plus d'un engagement de principe que d'un engagement véritablement contraignant et, de toute façon, rien ne pourra garantir le succès des recherches entreprises.

Il est possible, dans le même ordre d'idées, de prévoir que si les investisseurs providentiels n'ont pas pu céder leur participation, passé un certain délai, l'entrepreneur devra confier à un intermédiaire spécialisé un mandat de vente de ses titres et de ceux des investisseurs providentiels. Le but est alors de trouver un repreneur que la prise de contrôle majoritaire de l'entreprise pourrait intéresser, avec l'idée sous jacente que céder une participation minoritaire peut être plus difficile que vendre un bloc de contrôle.

7 - Clause d'inaliénabilité

L'entrepreneur constituant le pivot de la société et la clé de son développement futur, il peut être intéressant pour l'investisseur providentiel de s'assurer que cet entrepreneur conservera sa participation pendant une durée minimale. Il peut donc être prévu une clause d'inaliénabilité interdisant à l'entrepreneur de céder sa participation pendant un certain délai. Une telle clause permet aussi de tester la volonté de l'entrepreneur et de vérifier qu'il a bien l'intention de se consacrer à sa société pendant une durée minimale. On peut d'ailleurs imaginer que l'entrepreneur

demande lui aussi à l'investisseur providentiel de s'engager à conserver sa participation pendant une durée minimale pour s'assurer lui aussi du soutien de l'investisseur providentiel pendant cette même durée. Les clauses d'inaliénabilité peuvent donc s'appliquer à l'ensemble des parties aux pactes.

Rappelons que les clauses d'inaliénabilité ne sont valables que si elles sont temporaires et justifiées par un intérêt sérieux et légitime (article 900-1 du Code Civil). Le besoin de stabiliser l'actionnariat de la société, et tout particulièrement la participation de l'entrepreneur, devrait correspondre à cet intérêt sérieux et légitime.

D - Droits financiers

1 - Clause anti-dilution

Dans le cadre de son développement, l'entreprise peut avoir besoin de nouveaux apports en capital. De tels apports font courir deux types de risques aux investisseurs providentiels. D'une part, un risque de dilution : l'entrée d'un nouvel investisseur par augmentation de capital conduit mécaniquement à une réduction du pourcentage du capital détenu par les actionnaires initiaux et conduit ainsi à une diminution de leur importance relative. D'autre part, l'entrée de ce nouvel investisseur pourra dans certains cas se faire à des conditions plus favorables que l'entrée initiale de l'investisseur providentiel. Ce sera par exemple le cas si le développement attendu n'a pas été au rendez vous et si la valorisation de l'entreprise se révèle moins élevée que lors de son estimation initiale.

L'investisseur providentiel est en principe protégé par son droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital. Toutefois, cette protection ne joue pas si ce droit est supprimé en faveur d'un tiers. Sauf clause particulière des statuts dans une SAS, la participation minoritaire de l'investisseur providentiel ne lui permettra pas de s'opposer à cette suppression. Sa seule garantie est en définitive de se trouver dilué dans la même proportion que l'actionnaire majoritaire. En revanche, ce majoritaire n'ayant en général pas souscrit avec une valorisation des actions supérieure à leur nominal, seul l'investisseur providentiel pourra se trouver pénalisé si la valeur d'entrée du nouvel investisseur est inférieure à sa propre valeur d'entrée.

L'investisseur providentiel pourra donc demander à ce que lui soit garanti le maintien du niveau de sa participation, le majoritaire s'engageant si besoin à lui céder les actions nécessaires à ce maintien pour un prix qui devra être déterminé ou déterminable. L'investisseur providentiel pourra également demander à ce que lui soit garanti qu'en cas d'entrée d'un nouvel investisseur, il puisse souscrire aux mêmes conditions. L'investisseur providentiel pourra enfin demander qu'au cas où un nouvel investisseur entrerait à des conditions plus favorables que lui, il puisse souscrire à de nouveaux titres permettant d'aligner les conditions d'entrée des anciens et nouveaux investisseurs.

Enfin, le pacte pourra prévoir que l'entrepreneur s'engage à ne pas détenir une fraction du capital excédant un certain seuil. Au-delà de ce seuil, l'entrepreneur ne peut plus acquérir d'actions complémentaires notamment par achat pur et simple ou souscription à des actions nouvelles. Il s'agit ici d'empêcher que l'entrepreneur ne détienne une participation trop hégémonique qui interdirait en particulier à l'investisseur providentiel de jouer pleinement son rôle.

2 - Politique de distribution des dividendes

La politique de distribution des dividendes est souvent une cause de friction entre majoritaires et minoritaires, notamment lorsque le majoritaire exerce son activité professionnelle dans la société et en tire un revenu alors que le minoritaire, même s'il joue un rôle en tant qu'administrateur ou membre du conseil de surveillance par exemple, n'en reçoit aucune rémunération. Le seul revenu que peut alors espérer le minoritaire, ce sont les dividendes.

Dans le cas d'un investisseur providentiel, cette question sera cependant fréquemment secondaire. D'une part, la société étant en phase de démarrage, elle sera souvent en pertes ou si elle est bénéficiaire, elle aura besoin de toutes ses ressources. Il n'est donc souvent pas envisageable de distribuer des dividendes. Par ailleurs, même s'il est possible de distribuer des dividendes, une telle distribution sera, d'un point de vue fiscal, probablement moins favorable pour l'investisseur providentiel qu'une sortie en plus value.

Quoiqu'il en soit, si nécessaire, il est possible de prévoir quelle sera la politique de versement des dividendes. Pourra par exemple être prévue une absence de distribution de dividendes pendant une certaine période, ce qui correspond à la nécessité pour la jeune entreprise de se financer aussi grâce à ses propres bénéfices. En sens inverse, il serait possible, sous les réserves rappelées précédemment, de prévoir l'obligation de distribuer une fraction minimale du bénéfice de l'exercice. Enfin, on pourrait envisager une répartition des résultats qui ne soit pas proportionnelle à la fraction du capital détenue.

Rappelons que sont interdites les clauses d'intérêt fixe prévoyant la distribution d'un dividende, même en l'absence de bénéfices. Enfin, sont prohibées les clauses léonines qui réserveraient à un associé la totalité du profit de la société ou qui excluraient un associé totalement de ce profit.

E - Clause de non - concurrence

L'investisseur providentiel demandera également aux dirigeants de souscrire un engagement de non - concurrence tant qu'il est associé au capital de l'entreprise.

L'investisseur providentiel doit en effet être sûr que les dirigeants consacreront l'intégralité de leur activité professionnelle à la jeune entreprise et qu'ils ne développeront pas parallèlement des activités similaires connexes ou complémentaires.

F - Clause relative aux droits de propriété intellectuelle

Il est fréquent que l'entreprise soit fondée à partir d'un droit pouvant être protégé au titre de la propriété intellectuelle et il peut être difficile de déterminer qui de la société ou de l'entrepreneur en est le titulaire. L'investisseur providentiel ne se satisfera en général pas de cette imprécision et ne voudra pas que la société ait à payer des redevances sur ces droits s'ils sont déposés par l'entrepreneur. A défaut, l'investisseur providentiel pourrait avoir le sentiment désagréable de payer deux fois son investissement pour lequel il prend en principe en compte la valeur des droits de propriété intellectuelle : une fois, directement, en souscrivant les actions et, une deuxième fois, indirectement, lorsque l'entreprise verserait ces redevances.

Pour se prémunir contre cette situation, l'investisseur providentiel pourra demander à l'entrepreneur de garantir que tous les droits de propriété intellectuelle soient détenus par la société et non pas par un des actionnaires (directement ou indirectement). De même, le pacte pourra prévoir que l'entrepreneur devra déposer tous nouveaux droits de ce type au nom de la société.

G - Eventuelle garantie de passif

Il peut être tentant pour l'investisseur providentiel de demander à l'entrepreneur une garantie de passif lors de son entrée au capital de sa société. Somme toute, même si sa participation est minoritaire, l'investisseur providentiel peut souhaiter des garanties sur l'état de la société. A priori rien n'empêche de négocier une telle garantie.

Une telle négociation entraînera cependant de probables tensions entre l'investisseur providentiel et l'entrepreneur. Par ailleurs, la société de l'entrepreneur est normalement une société jeune dont l'activité a été réduite. Les risques seront donc en principe plus limités que pour une société ordinaire.

Comme on a pu le remarquer, il n'existe pas de spécificité juridique lorsque l'on rédige un pacte d'actionnaires faisant intervenir des investisseurs providentiels et les règles usuelles en la matière s'appliquent. Il est surtout nécessaire de prendre en compte les besoins particuliers de ces investisseurs et des entreprises dans lesquelles ils prennent des participations. Naturellement ces besoins pourront conduire à établir d'autres clauses que celles évoquées ici qui ne constituent pas une liste limitative.

Hervé Pichard,
HEC - LLM Harvard Law School,
Avocat au barreau de New York,
Avocat PICHARD et Associés

Bruno Pichard,
IEP PARIS DESS en Droit,
Ancien Elève de l'Ecole Polytechnique,
Avocat PICHARD et Associés