

CHEKROUN Laetitia

DESS Droit des Affaires – DJCE

Mai 2006

UNIVERSITE PARIS II

PANTHEON-ASSAS

**« Le dirigeant social dans les opérations de Leverage Buy Out (LBO) »**

Sous la direction de Monsieur le Professeur GERMAIN

"L'université Panthéon-Assas (Paris II) droit – économie - sciences sociales, n'entend donner aucune approbation, ni improbation, aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur".

# **SOMMAIRE**

Introduction	4
<b>Partie 1 : Le volet pécuniaire : « le management package »</b>	<b>13</b>
Section 1 : Le dirigeant actionnaire	14
A) L'investissement personnel	14
B) Une récompense attractive	19
Section 2 : Les risques et conflits d'intérêts inhérents à la figure de l'actionnaire dirigeant	27
A) Les risques juridiques et fiscaux encourus par le dirigeant social	27
B) les conflits d'intérêts liés à la position du dirigeant actionnaire	34
<b>Partie 2 : La répartition du pouvoir<sup>1</sup></b>	<b>38</b>
Section 1 : pendant le cours normal de l'opération	40
A) L'équilibre des participations	40
B) La prise de décision et le déséquilibre des pouvoirs	58
Section 2 : Au moment du débouclage	61
A) Les clauses de cessions communes des participations	64
B) Les clauses de liquidation facilitée des participations	66
Conclusion	71
Annexes	72
Bibliographie	81

---

<sup>1</sup> **PARTIE 2 NON REPRODUITE DANS CETTE VERSION**

## **Introduction**

Dans la théorie économique, la place du dirigeant dans une société a été l'objet de maintes recherches. A la fois décideur stratégique et mandataire des actionnaires, sa situation a donné lieu à bon nombre d'études cherchant à clarifier les enjeux auxquels il devait faire face, les conflits d'intérêts que pouvait faire naître sa position et consécutivement, les moyens mis à sa disposition pour les résoudre.

En particulier, c'est la théorie dite de « l'agence » développée par A.Alchian et H.Demstsz<sup>2</sup>, qui, la première s'est intéressée à cette problématique, approfondissant les mécanismes organisationnels des entreprises et reconnaissant l'existence d'asymétries d'informations et de conflits d'intérêts entre les différents protagonistes qui y évoluent.

Pour les théoriciens de l'agence, le mandat social, s'analyse en un contrat de mandat (« an agency ») dans lequel les actionnaires demandent au dirigeant, d'agir en leur nom et pour leur compte, contre rémunération, et lui délègue à cette fin le pouvoir de décision.

De cette situation naissent :

- des asymétries d'informations : les actionnaires ne peuvent avoir à leur portée autant d'informations que le dirigeant, au risque sinon, de totalement contrôler les actes du mandataire et de s'immiscer dans la gestion quotidienne de la société.
- des divergences d'objectifs : les actionnaires cherchant à maximiser leur investissement à plus ou moins long terme, alors que les dirigeants sociaux cherchent parfois les résultats spectaculaires à court terme aux fins de faire valider leur gestion.

Dans ces conditions, la théorie de l'agence propose de surmonter ces dissensions, en plaçant le dirigeant dans une situation d'incitation, qui lui permettra de gérer de manière optimale la société dont il a la direction. Le dirigeant, en tant qu'« agent<sup>3</sup> » cherche à maximiser sa propre utilité, tout en essayant de prévoir et d'anticiper quel sera l'impact de la relation d'agence sur ses objectifs et ses résultats futurs. Aux fins d'encadrer le

---

<sup>2</sup> « Production, information costs and economic organisation » American Economic Review 1972 p77

<sup>3</sup> « Mandataire »

dirigeant, les théoriciens de l'agence préconisent donc de mettre en place des systèmes d'incitation des dirigeants tout au long de leur mandat. L'idée étant de favoriser sa motivation, tout en la pérennisant à moyen ou long terme et ainsi surmonter l'antagonisme de points de vue, qui apparaissait au début de l'analyse.

Les opérations de capital investissement, apparues au début des années 1980, semblent, à bon nombre d'égards, avoir retenu les principes essentiels enseignés par la théorie de l'agence. Ces montages visent les investissements en fonds propres ou quasi fonds propres, dans des sociétés, non cotées en bourse, y compris les opérations de création et de transmission d'entreprises<sup>4</sup>. Plaçant le dirigeant au centre de l'opération envisagée, lui permettant de s'attacher à une gestion optimale de la société par le biais d'un intéressement, ces montages n'ont eu de cesse de surmonter les conflits d'intérêts qui pouvaient naître de sa position.

Mais surtout, ces opérations ont permis de renouveler la question de la place du dirigeant social au sein de la société. Face à de nouveaux acteurs, il a en effet, vu sa fonction et son rôle évoluer.

*Quels sont précisément les acteurs principaux des opérations de capital investissement ?*

Ces opérations se caractérisent par la spécificité des acteurs présents : le dirigeant social intervient aux côtés de partenaires financiers de deux ordres : les banques prêteuses dont le rôle est de financer l'investisseur. Ce dernier s'organise soit en une société de gestion de portefeuille, qui à ce titre, devra recevoir un agrément de l'Autorité des Marchés Financiers<sup>5</sup>, soit en sociétés dites de capital risque dont l'objet est de concourir au renforcement des fonds propres des sociétés non cotées. Les sociétés de gestion de portefeuille gèrent des organismes de placements collectifs de type Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI) ou Fonds communs de Placement à Risques (FCPR). Les FCPI sont des fonds communs de placement à risque dont l'actif est constitué, pour 60 % au moins, de valeurs mobilières émises par des PME-PMI non cotées. Comme tout organisme de placements collectifs en valeurs mobilières, ces véhicules permettent ainsi

---

<sup>4</sup> « Le Capital Investissement : Guide juridique et Fiscal » F.D Poitrinal Galexia Editions p17

<sup>5</sup> Article L532-1 du Code monétaire et financier

de détenir un portefeuille commun à plusieurs investisseurs de valeurs mobilières, dont la gestion est laissée à un professionnel. Au même titre que les Fonds Communs de Placements dont ils suivent à peu près le régime fiscal privilégié, ces véhicules ne disposent pas de la personnalité morale et s'apparentent à une copropriété de valeurs mobilières : le souscripteur est assimilé à un détenteur de parts. Au terme d'une certaine période, le fonds est liquidé et ses actifs partagés entre les différents détenteurs de parts. Dans tous les cas, la participation prise par le fonds d'investissement n'a qu'une vocation temporaire, d'une durée limitée dans le temps. Il convient en effet de garder en mémoire, qu'ils opèrent en tant que gérants d'épargne collective et à ce titre sont soumis à des objectifs de rentabilité à plus ou moins court terme.

C'est dans cet environnement multipartite qu'intervient le dirigeant social.

Sa place est cruciale. Il joue un rôle central dans la réussite d'un projet : de son aptitude à construire un projet industriel solide et de sa capacité à motiver les salariés en vue de réussir le projet d'entreprise, mais plus généralement de ses qualités de gestionnaire et de décisionnaire, dépendra la réussite de l'opération. La qualité du management apparaît, pour bon nombre d'investisseurs, comme le critère premier d'une bonne opportunité d'investissement, devant le potentiel de croissance de la société cible ou même devant les conditions d'entrée<sup>6</sup> dans ladite société.

En effet, le but de cette coopération n'est pas neutre : il s'agit de réaliser une opération lucrative dans laquelle la confiance que se portent mutuellement les différents acteurs joue un rôle primordial.

*A ce titre, en quoi les spécificités des opérations de capital investissement ont elles influé sur le rôle du dirigeant social ?*

Le but du capital investissement, comme nous l'avons laissé entendre précédemment, c'est la prise de participation dans le capital de sociétés non cotées, aux fins de financer leur démarrage, de nouveaux projets ou bien encore de favoriser leur transmission.

---

<sup>6</sup> Rapport Ernst&Young, AFIC, 1994

A cet égard, c'est en particulier l'opération dite de « Leverage Buy Out<sup>7</sup> » (LBO), qui retiendra notre attention tout au long de ce mémoire. En effet, cette opération particulière focalise à elle seule toutes les problématiques liées à la place du dirigeant social. Ces opérations complexes ont fortement modifié le rôle du dirigeant : de simple gestionnaire, il devient promoteur de projet, entrepreneur, intéressé au risque économique de l'opération, et ainsi à la valeur de son entreprise.

Le LBO est une opération complexe qui utilise des techniques tant juridiques, fiscales que financières pour transmettre la propriété d'une entreprise. Elle peut être définie comme une opération par laquelle un ou plusieurs investisseurs procèdent à l'acquisition d'une société cible, en interposant un holding d'endettement. Ce dernier s'endette et l'emprunt sera remboursé par les dividendes ou les réserves versées par la cible<sup>8</sup>. Le nouveau groupe cherchera à bénéficier d'une intégration fiscale qui permettra de diminuer sa base d'imposition du montant des intérêts de la dette d'acquisition.

Cette opération se fonde donc sur plusieurs idées : la nécessité de recourir à un holding de reprise pour bénéficier de divers leviers, tant juridiques, financiers que fiscaux.

(i) le holding de reprise

L'intérêt essentiel de recourir à un holding de reprise, c'est de permettre un levier juridique, au terme duquel un investisseur peut contrôler une société, sans détenir la majorité de son capital.

A cet égard, plus les holdings sont nombreux, plus le levier juridique est important : prenons un exemple simple, dans lequel trois holdings s'enchaînent. L'investisseur détient 51% de la première, qui elle même détient 51% de la suivante et ainsi de suite jusqu'à la cible :



<sup>7</sup> « Prise de contrôle avec effet de levier »

<sup>8</sup> On prendra naturellement comme hypothèse que la cible, bénéficiaire, peut distribuer des dividendes

Aux termes de cet exemple, on voit que l'investisseur peut obtenir le contrôle de la cible avec seulement 6,76% de son capital ( $51^4/100^4 = 6.76\%$ ).

(ii) les effets de leviers

Outre l'effet de levier juridique, que nous avons vu précédemment, intervient un effet de levier financier : il consiste en une stratégie massive d'endettement qui permet d'augmenter la rentabilité des capitaux propres investis dans l'entreprise et de faire supporter une majeure partie du financement par la société rachetée et non par l'investisseur.

Si le taux de rendement interne (TRI) de l'activité de la cible est supérieur au coût de la dette, alors l'opération accroît mathématiquement la rentabilité des capitaux propres.

En effet, le TRI de l'activité correspond au ratio de rentabilité économique qui met en perspective les résultats issus de l'activité de la société par rapport aux capitaux qui y ont été investis.

A l'inverse, le coût de la dette est constitué par l'intérêt versé dans le cadre du remboursement de l'emprunt, diminué de l'économie d'impôt qui peut résulter de son éventuelle déductibilité.

Dès lors que le TRI de l'opération est supérieur au coût de la dette, alors le rendement des fonds propres augmente corrélativement.

En effet, le rendement des fonds propres, est égal au rapport suivant :

$$\frac{(\text{Résultat de l'activité} - \text{Coût de la dette})}{\text{Fonds Propres investis}}$$

C'est cet accroissement de la rentabilité des fonds propres qui constitue l'effet de levier financier.

Le levier fiscal consiste, quant à lui, à bénéficier d'une intégration fiscale pour déduire les intérêts de l'emprunt nécessaire à l'acquisition.

(iii) les modalités : l'emprunt et son remboursement



Toute l'opération consiste à financer au maximum l'opération par un recours à l'emprunt. Cet emprunt est contracté auprès d'établissements bancaires partenaires. Le remboursement intervient par le biais des bénéfices dégagés par la société rachetée, qui, via une distribution de dividendes le plus souvent, permettra au holding d'endettement de rembourser la charge contractée.

Cette opération complexe modifie le rôle traditionnel du dirigeant de société, qui passe de la simple gestion, à la promotion financière de son entreprise.

Instigateur de l'opération, le dirigeant sollicite une aide d'un partenaire financier aux fins de racheter la société dans laquelle il exerce le plus souvent une activité salariée. A cette fin, il construit un « business plan<sup>9</sup> » dont l'objet est d'exposer le projet aux investisseurs. Ce document comprend tous les éléments nécessaires à la valorisation de la société (secteur d'activité, étude de marché, équipe de direction et fonctionnement, prévisions financières et besoin de financements...etc..).

Chronologiquement, c'est donc bien le dirigeant qui prend l'initiative de présenter son projet à l'investisseur, dans le but d'obtenir son soutien financier. On comprend dès lors pourquoi ce type d'opérations a particulièrement retenu notre attention. Le dirigeant social intervient alors comme « entrepreneur », puisqu'il décide d'intervenir comme promoteur d'opération, comme « gestionnaire » au titre de sa mission initiale, qui est de diriger la société ciblée, comme « futur actionnaire » aussi, car son but est bien de prendre le contrôle de la société. On comprend mieux alors pourquoi, la place du dirigeant dans les opérations de capital investissement, si elle a toujours été une clé de réussite de ce type d'opération, est devenue depuis quelques années, un enjeu majeur aux conséquences financières et légales extrêmement importantes.

C'est d'ailleurs l'origine de ce dirigeant social qui fonde la casuistique qui existe entre les différents types de LBO. Ceux-ci se distinguent en effet, par le nombre et la qualité des dirigeants présents dans l'opération. Trois facteurs distinguent ainsi les différents types de LBO.

---

<sup>9</sup> « Un plan d'entreprise »

En premier lieu, l'origine des dirigeants participants, car ceux ci peuvent être internes à l'entreprise acquise (cas des LBO-LMBO<sup>10</sup>) ou au contraire être extérieurs à celle-ci (LBI-LMBI<sup>11</sup>), sans oublier les montages dits mixtes (BIMBO<sup>12</sup>) qui eux font appel aux deux types de dirigeants. Le deuxième critère c'est le nombre de dirigeants : soit un seul (LBO-LBI) soit par une équipe dirigeante au sens large (cas des LMBO-LMBI). Enfin, la qualité des dirigeants peut permettre de distinguer les opérations : ils sont soit mandataires sociaux, soit salariés, soit cumulent les deux titres.

*Quelles sont les conséquences de cette « transformation » de la mission du dirigeant ?*

Dès l'opération de rachat envisagée, son attention se focalisera essentiellement sur la rentabilité financière de sa société : **en faisant appel à des partenaires financiers, le dirigeant social fait entrer sa société dans une sphère marchande** : de sa valeur aux yeux du marché dépendra son évolution et le sort final de l'opération.

De ce changement de point de vue découlent bon nombre de conséquences.

La société est vue comme un outil d'optimisation financière, dans lequel tous les rapports entre associés sont valorisés et déterminés en fonction d'une approche coûts/ rendements. Bien loin de la définition du code civil<sup>13</sup>, aux termes de laquelle « *la société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter* », la relation d'associé est vécue dans ces opérations, comme une relation d' « opportunité », au sens économique du terme. Toutes les relations entre associés seront analysées au travers du prisme financier. A chaque événement correspondra un changement de situation, qui lui même, pèsera l'équilibre précaire des relations qui prévalait jusque là.

Purement contractuelle cette vision de la société heurte notre tradition juridique.

---

<sup>10</sup> Leverage Management buy Out : « prise de contrôle par le management avec effet de levier »

<sup>11</sup> Leverage buy In / Leverage Management buy In : « prise de contrôle avec effet de levier par un nouveau management »

<sup>12</sup> Buy In Management buy Out

<sup>13</sup> Article 1832

Cette dernière considère en effet que la société n'est pas uniquement un contrat. Le développement d'une réglementation contraignante, le souci d'assurer une pérennité de l'entreprise ou encore la considération d'un intérêt social distinct de celui des associés<sup>14</sup> sont autant d'indices du caractère double de la société : contrat certes, institution aussi. C'est pourquoi cette vision « financière » des relations d'associés s'accommode mal des structures existantes. Elle nécessite au contraire un aménagement des mécanismes traditionnels qui régissent le fonctionnement sociétaire. Cet aménagement prend le plus souvent la forme d'un pacte d'actionnaires<sup>15</sup>, qui, dans la tradition des « shareholder's agreements » anglo-saxons, permettent d'aménager conventionnellement cette vision particulière. Préférés aux clauses statutaires pour leur souplesse et leur confidentialité<sup>16</sup>, ces conventions se fondent sur l'article 1134 du code civil, et peuvent ainsi être modifiées facilement par l'accord unanime des cocontractants. Elles seront invariablement utilisées dans une optique « évolutive », aux fins de permettre aux différents intervenants, de modifier leurs relations en fonction de la réalisation de leurs objectifs initiaux<sup>17</sup>.

Du côté du dirigeant émerge aussi un phénomène nouveau : ce dernier, a peu à peu intégré cette nouvelle forme d'appréhension des relations inter-associés, et cherche lui aussi à valoriser le rôle qu'il joue dans l'opération. Objet d'après négociations, les « management package » régissent aujourd'hui, l'intégralité des rapports qui unissent les dirigeants aux fonds d'investissement. Ce document contient le volet pécuniaire de la coopération et institue différents scénarii (comme autant d'évolutions prévisibles de la situation financière de la société cible), permettant au dirigeant et à son partenaire financier, de faire évoluer la valorisation des participations des différents intervenants. La rédaction d'un management package est aujourd'hui quasiment systématique. Le phénomène s'est particulièrement accéléré ces dernières années. Pourquoi ?

---

<sup>14</sup> Voir par exemple : « Le débat sur la nature de la société » : Mélanges A.Sayag, Litec 1997 p131

<sup>15</sup> « convention aux termes de laquelle les associés d'une société s'accordent licitement sur les ventes à venir de leurs titres, soit à des tiers, soit entre eux, par une clause de préemption réciproque ou sur les modalités de vote dans les assemblées générales » Vocabulaire Juridique Gérard Cornu

<sup>16</sup> À l'inverse, les statuts sont publiés au greffe du tribunal de commerce du siège social de la société (L210-4 du code de commerce)

<sup>17</sup> Nous nous attacherons au gré de ce mémoire à comprendre comment la pratique s'est réappropriée des mécanismes traditionnels du droit des sociétés, pour utiliser certains effets particuliers de ceux-ci, dans un but précis et utilitaire.

- la pratique des LBO s'est banalisée. Désormais, les dirigeants se sont familiarisés avec la matière, et réussissent, peu à peu à mieux en comprendre les rouages, voire à mieux promouvoir l'opération, et dès lors à mieux négocier leur rémunération.
- la concurrence fait rage entre fonds d'investissements. Ceux-ci, par les faveurs toujours plus grandes qu'ils concèdent aux dirigeants, tentent de les séduire et d'obtenir le dossier<sup>18</sup>.
- Les opérations se compliquent, et, avec elles, une nécessité toujours plus accrue de bénéficier de la coopération de l'homme clé de la société<sup>19</sup>.
- Des cabinets d'avocats se sont tout simplement spécialisés sur le sujet et s'évertuent à défendre au mieux les intérêts des dirigeants.

Dorénavant, le dirigeant entend défendre sa position, et, au même titre que l'investisseur, cherche à maximiser son utilité économique. Loin de la simple convergence d'intérêts entre les différents intervenants que nous envisagions au début de notre propos, de nouvelles formes d'opérations naissent dans lesquelles, l'équilibre vertueux, qui permettait de motiver le dirigeant, par des espérances de gains élevés liés aux résultats obtenus et non a priori déterminés, est désormais rompu.

Face à ces contraintes divergentes, la pratique n'a de cesse d'innover pour réconcilier les objectifs des différents protagonistes de l'opération d'investissement.

Cette innovation est particulièrement prégnante, tant dans les « packages management » que dans les pactes d'actionnaires, qui, en matière de capital investissement prene une acuité toute particulière.

L'enjeu de ce mémoire sera de se placer du point de vue du dirigeant social, pour envisager comment sa situation évolue au gré de l'opération, tant en termes pécuniaires qu'en termes de pouvoir au sein de la structure. Nous chercherons systématiquement à

---

<sup>18</sup> Certaines opérations auraient été remportées en 2005 et 2006 par des fonds d'investissement, qui, n'étaient pas les mieux disants sur le prix de cession de la société, mais qui étaient ceux qui auraient proposé la rétribution financière la plus grande aux dirigeants. Source : Option finance n°837 du 6 juin 2005 p23

<sup>19</sup> Option finance n°837 du 6 juin 2005 p21

décrire les usages les plus fréquents de la pratique aux fins de découvrir comment se structure une opération type.

A ce titre deux volets seront donc envisagés : en premier lieu, l'incitation financière du management, qui passe par l'attribution d'actions et dont l'objectif est de sensibiliser la création de valeur, au sens financier du terme (Partie 1). Et, ensuite, nous chercheront à éclairer, comment, en contrepoint de cette incitation sont mis en œuvre des mécanismes d'encadrement juridiques aux fins d'organiser le contrôle par les investisseurs, et de répartir le pouvoir aux fins de coopération (Partie 2)<sup>20</sup>.

---

<sup>20</sup> **PARTIE 2 NON REPRODUITE DANS CETTE VERSION**

## **Partie 1 : Le volet pécuniaire : « le management package »**

L'investisseur financier qui participe au financement d'un LBO, voit dans cette opération, une opportunité économique. Apporteur de fonds, il constitue le ressort incontournable de l'opération.

De son côté, le dirigeant c'est l'homme clé de la société, capable de motiver les salariés pour qu'ils adhèrent au projet de reprise, il sait allier une bonne connaissance du secteur d'activité et une expertise spécifique de la société cible.

Utilisant toutes les inventions que la liberté contractuelle permet, les nouveaux partenaires cherchent souvent à formaliser les relations financières qui les unissent dans le cadre d'un document, communément appelé « management package », dont l'enjeu est de « valoriser », en fonction de divers scénarii, la participation du dirigeant.

Loin de « l'affectio societatis » traditionnel, que d'aucuns définissaient comme « *le lien psychologique entre associés constitutif de la société, dont les composantes sont l'absence de subordination entre associés, la volonté de collaborer à la conduite des affaires sociales, et l'acceptations d'aléas communs*<sup>21</sup> », il s'agit ici au contraire d'adopter un point de vue uniquement « marchand » de la relation, purement économique : les relations entre associés, alors qu'elles supposaient jusque là, dans les sociétés non côtées, une volonté particulière de s'associer, deviennent désormais, une simple opportunité économique.

L'opération de LBO, fondée sur le partenariat financier que nous venons de décrire, conduit à la reprise par le dirigeant de la société cible. Il devient alors actionnaire du holding d'acquisition : cette participation au risque d'entreprise par le dirigeant est constante dans ce type d'opérations.

---

<sup>21</sup> Vocabulaire Gérard Cornu

Les investisseurs exigent une prise de participation directe dans le capital du holding (Section 1), qui n'est pas sans risque pour le « dirigeant actionnaire », et qui est de nature à faire naître certains conflits d'intérêts (Section 2).

### **Section 1 : Le dirigeant actionnaire**

Systematiquement, les partenaires financiers exigent des dirigeants une participation financière dans l'opération. Mus par une dialectique permanente dans laquelle la prise de risque fait naître le gain, le fonds investisseur impose un investissement personnel du dirigeant (A). Celui ci devient alors également actionnaire de la société. A cet investissement coûteux, répondent de plus en plus des mécanismes attractifs d'intéressement (B).

#### **A) L'investissement personnel**

L'investissement financier du dirigeant est une exigence systématique des investisseurs en capital. Ils se fondent ainsi sur la sociologie économique de l'individu pour exiger de lui qu'il participe financièrement au montage. Classiquement, « la théorie dite de la richesse relative » enseigne en effet, qu'un agent économique, lorsqu'il mesure sa fortune, est moins sensible aux flux qui entrent et sortent de son patrimoine, qu'au montant absolu de celui-ci. Un dirigeant de société est ainsi plus sensible au montant de son patrimoine, qu'au taux de rendement interne de celui-ci.

C'est pourquoi, recherchant une implication forte du dirigeant dans l'opération, les investisseurs sollicitent de lui une participation conséquente dont il convient de décrire les modalités substantielles (1) et structurelles (2).

##### **1. Les modalités substantielles de l'investissement du dirigeant**

Cet investissement est souvent conséquent : dans un LBO primaire, l'engagement pécuniaire du dirigeant dans l'opération est d'environ six mois à un an de salaire. Mais dans un LBO secondaire, les montants atteignent quasiment la moitié de la plus value réalisée dans le premier LBO.

De nombreux praticiens<sup>22</sup> insistent sur la nécessité de maintenir un niveau de risque élevé pour le dirigeant « *afin que les intérêts réels des différentes parties soient effectivement liées* ».

L'investissement du dirigeant vise une prise de participation dans le capital du holding d'acquisition.

Le prix d'achat des titres, première étape de l'opération proprement dite, va être soumis à certains mécanismes d'ingénierie juridique, qui permettent de faire varier le prix des droits sociaux, en fonction de la rentabilité effectivement constatée de la cible après le rachat. En effet, les financiers cherchent systématiquement à « coller au réel » par le biais d'une technique contractuelle qui est parfois problématique, juridiquement parlant.

Ainsi, il convient de citer la clause de *earn out*<sup>23</sup> : l'*earn out* est un complément de prix différé, payé sur plusieurs exercices et variable en fonction des performances futures de la société acquise<sup>24</sup>. On trouvera notamment cette clause dans tous les LBO où le dirigeant est l'actionnaire cédant mais reste à la tête de l'entreprise et conserve une participation minoritaire dans la société. L'usage de cette clause est devenu quasi systématique dans les opérations de capital investissement, pour lesquelles il est bien délicat de définir un prix définitif au moment de la cession. Cette clause, fondée sur une approche moderne de la détermination du prix des sociétés, est de nature à pouvoir réconcilier le cédant et le cessionnaire et de favoriser une transaction rapide.

Deux modalités de *earn out* sont possibles : lorsque un dirigeant est maintenu dans l'actionnariat, soit une partie seulement du capital est vendue et alors le prix des titres restants sera déterminé en fonction des performances de la cible, soit l'acquisition porte sur 100% du capital et le vendeur recevra un supplément de prix aligné sur les performances de la société cible. Dans le cas spécifique des LBO, les contraintes liées à

---

<sup>22</sup> « LBO : bien négocier le package management » Option finance n°855 31 octobre 2005 p35

<sup>23</sup> « Clause d'intéressement »

<sup>24</sup> Voir « Le capital Investissement » Guide Juridique et Fiscal : F.D Poitral Editions Galexia p307



la détention de la quasi-totalité du capital (pour obtenir l'intégration fiscale), c'est souvent la deuxième méthode qui est choisie.

Cette clause permet ainsi de motiver l'actionnaire dirigeant puisque le prix définitif de ses titres sera fonction de sa participation à la croissance de l'entreprise.

Très vite, pourtant, la question de la validité de ces clauses s'est posée, au regard notamment des dispositions relatives à la détermination du prix dans la vente.

En effet, l'article 1583 du code civil dispose que « *la vente est parfaite entre les parties, et la propriété est acquise de droit à l'acheteur à l'égard du vendeur, dès qu'on est convenu de la chose et du prix, quoi que la chose n'ait pas encore été livrée, ni le prix payé* ». L'article 1591 précisant ensuite que « *le prix de la vente doit être déterminé et désigné par les parties* ». Toutefois, l'article 1592 du code civil permet de laisser le prix de vente à l'arbitrage d'un tiers, mais encore, et plus généralement, la jurisprudence considère la vente comme valable si le prix est simplement déterminable, c'est à dire si « *le contrat prévoit la possibilité de le déterminer par voie de relation avec des éléments ne dépendant pas de la volonté des parties* <sup>25</sup> ». La clause d'intéressement, en cela qu'elle permet une modification du prix en fonction de paramètres futurs et par essence incertains, ne contrevient-elle pas aux dispositions précitées ?

La chambre commerciale de la Cour de cassation, le 10 mars 1998<sup>26</sup> a reconnu la validité de cette pratique, soulignant la nécessité d'adopter des critères objectifs de détermination future : selon la Cour, en effet, la référence au critère de « *la valeur réelle de l'entreprise et de l'évolution des résultats* » permet de rendre le prix déterminable objectivement et indépendamment de la volonté des parties. Il conviendra donc de prêter une attention particulière aux critères qui seront choisis pour déterminer le prix final des titres<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> Com. 24 mars 1965 D.1965 p474 ; RTD civ 1965, p821

<sup>26</sup> Com. 10 mars 1998 Lenzer c.Mayer n° de pourvoi 96-10168

<sup>27</sup> Les sources de contentieux sont nombreuses : le vendeur voudra nécessairement privilégier un indicateur de réévaluation proche du haut du compte de résultat (c'est-à-dire fondée sur le résultat d'exploitation uniquement) : en effet, ces éléments sont bien moins aléatoires que ceux qui suivent. Il préférera donc un indicateur de réévaluation fondé sur le chiffre d'affaires, la marge commerciale ou encore l'excédent brut d'exploitation). A l'inverse, le partenaire financier redoutant que les résultats financiers ou exceptionnels ne recèlent eux aussi certains aléas non pris en compte initialement, il militera pour un critère de réévaluation proche du résultat net.

Toujours, au rang des modalités pratiques de l'investissement du dirigeant, il convient de souligner ce dernier devra souvent, pour financer l'achat de titre, recourir à un emprunt personnel. Or, les banques qui lui prêtent vont solliciter des garanties portant classiquement sur les titres mêmes de la société que le dirigeant détiendra.

Cette prise de sûreté est tout à fait importante, notamment si le dirigeant fait défaut à rembourser son emprunt : la garantie pourrait conduire, on peut l'imaginer, à l'octroi en pleine propriété des titres à la banque prêteuse. Cette situation est nécessairement contraire au caractère fermé des opérations de capital investissement.

C'est pourquoi, nombres de pactes d'actionnaires soumettent toute constitution de sûreté sur les titres de la société à l'information ou à l'autorisation préalable des autres actionnaires. Mais, il est aussi possible de songer à inscrire des droits de préemption, qui pourront permettre aux autres actionnaires de rapatrier les titres au profit des actionnaires de référence (voir infra<sup>28</sup>).

Mais la plupart du temps, les dirigeants promoteur d'une opération de LBO sont eux mêmes déjà actionnaires pour partie de la société cible. Dans ce cas, la pratique<sup>29</sup> recourt à l'apport de titres pour financer l'investissement personnel du dirigeant. Celui ci apporte ses titres de la cible et obtient des actions de la holding.

L'avantage est alors double : d'une part, aucun versement en numéraire n'est nécessaire (donc aucun endettement bancaire du dirigeant ni aucune prise de sûreté), et d'autre part le dirigeant bénéficie fiscalement d'un report de l'imposition des plus values dégagées par la valeur de d'apport. En effet, un régime de report d'imposition est prévu pour les plus values de cession de droits sociaux dont le produit est réinvesti dans les Petites et Moyennes Entreprises<sup>30</sup>.

## 2. Sur le plan structurel : la création d'un sur-holding dirigeant

Structurellement, les praticiens plébiscitent la création d'un « sur-holding dirigeants » :

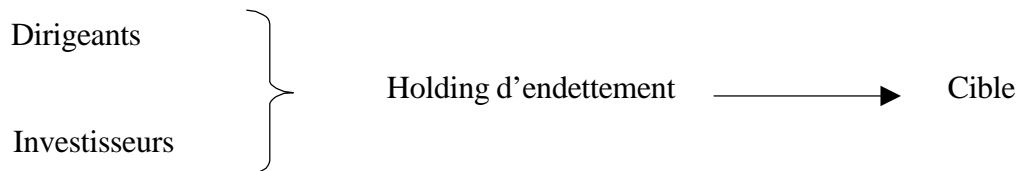
---

<sup>28</sup> Partie 2 : Section 1

<sup>29</sup> « Le management, un enjeu majeur pour la réussite d'un LBO » Option finance n°659 8 octobre 2001 p34

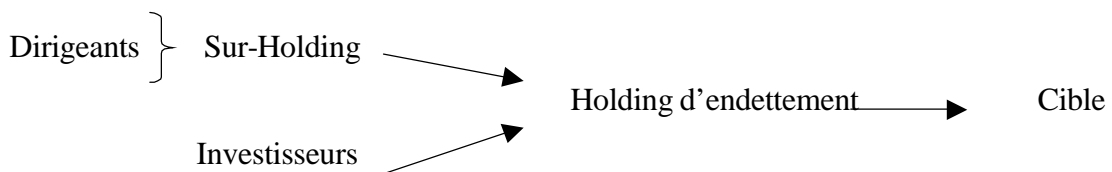
<sup>30</sup> Mémento Lefebvre fiscal 2005 § 2952 et suivants

Le financement par effet de levier se fonde sur la création d'un holding d'endettement. Bien évidemment dans un schéma simple, les dirigeants, au même titre que les partenaires financiers de l'opération détiendront directement des participations dans le holding :



L'avantage de ce schéma de participation est la simplicité : chaque membre de l'équipe dirigeante peut directement individualiser sa participation dans le holding d'endettement par une participation correspondante. Ici, les relations avec les autres actionnaires sont bilatérales.

Pour autant, pour diverses raisons, un sur-holding uniquement constitué de dirigeants est créée, détenant une participation dans le Holding d'endettement principal :



L'avantage de ce type de structures est tant juridique que fiscal :

Juridiquement, les dirigeants participant au rachat de la cible sont regroupés en une seule entité et ainsi considérés comme un interlocuteur unique au sein des organes de direction de la cible. Dès lors, leurs parts sont cumulées et l'équilibre des pouvoirs au sein de la holding d'endettement est clairement défini.

Mais surtout les contraintes liées au remboursement de la dette de la holding principale interdisent parfois que les dirigeants investissent directement dans la holding. En effet, cela impliquerait qu'une partie des profits distribués par la cible aille directement aux dirigeants avant que de servir à rembourser la dette d'acquisition.

Par ailleurs, cette sur-holding permet de démultiplier l'effet de levier juridique et financier : les dirigeants pourront financer leur participation dans la holding d'endettement par un endettement du sur-holding.

A cet égard se dessine un premier avantage fiscal : si le sur-holding est une société transparente au sens de l'article 8 du Code Général des Impôts, alors les dirigeants actionnaires de cet sur-holding pourront déduire de leurs revenus les intérêts d'emprunts qu'ils auront contractés pour financer l'achat des titres du sur-holding. Cependant, une limite subsiste : en effet, le sur-holding sera structurellement déficitaire car, endetté, elle ne recevra aucune distribution de la part de la holding d'endettement, qui elle même, doit rembourser son endettement propre. Les dirigeants actionnaires du sur-holding devront donc s'assurer que cette dernière dispose de suffisamment de moyens de remboursement de son endettement.

Un autre avantage fiscal se dessine si la société sur-holding est située à l'étranger : notamment par exemple, si le holding est situé au Luxembourg, les dirigeants s'assurent ainsi une quasi-exonération de la plus value de cession des titres à la sortie.

Mais surtout, la plupart des LBO sont fondés sur le recherche d'un groupe fiscalement intégré, ce qui suppose que le holding détienne au moins 95% de la cible<sup>31</sup>, ce qui finalement laisse peu de marge à une détention directe de participations par les dirigeants.

Pourtant, ce schéma impose aussi un certains nombres de précautions de la part des partenaires financiers, qui devront s'assurer de la stabilité du capital du sur-holding.

A cet égard, le pacte d'actionnaires qui pourrait régir les rapports des actionnaires du holding d'endettement, devra impérativement être signé par les principaux dirigeants en personne. Ces derniers, pourront, se porter fort de la stabilité du capital du sur-holding et de l'impossibilité de faire entrer dans le capital de la sur-holding, par exemple un concurrent de la cible.

L'investissement du dirigeant, s'il est souvent considéré comme obligatoire et nécessaire par l'investisseur financier permet au dirigeant d'entrer dans le capital du holding et ainsi de concrétiser la coopération qu'il engage avec son partenaire financier. La contrepartie

---

<sup>31</sup> article 223 A du CGI

de cet investissement est constituée par son intéressement à la plus value finale : le dirigeant n'assure désormais plus seulement la gestion et le contrôle de la cible, il devient un « entrepreneur » dont la prise de risque doit recevoir rétribution.

## **B) Une récompense attractive**

Les mécanismes d'intéressement attractifs sont formalisés généralement dans le « management package », dont l'étude est particulièrement intéressante, dans la mesure où elle permet de comprendre comment certains mécanismes classiques du droit des sociétés, sont utilisés avec ingénierie pour permettre une coopération souple, évolutive et pragmatique des différents acteurs. Ces mécanismes sont de deux ordres, les premiers visent l'acquisition préférentielle de titres de capital (1), les seconds permettent au dirigeant d'obtenir une part de la plus value finale de cession lors du débouclage de l'opération (2).

### 1. L'acquisition préférentielle de titres

Plusieurs modalités sont tout d'abord utilisées pour permettre au dirigeant de bénéficier de conditions préférentielles dans l'acquisition de sa participation au capital du holding d'acquisition :

- Une allocation judicieuse de l'apport du dirigeant : le « sweet equity »

Par le biais d'une répartition opportune de l'investissement de chacun des partenaires (entre investissement en capital et investissement en dette), le dirigeant voit sa participation mieux rémunérée à terme. Alors que la mise de fonds opérées par l'investisseur financier est double : il s'agit d'une mise en capital d'une part et d'une mise en obligations convertibles de l'autre, la participation du dirigeant ne s'effectue que par un apport en capital. Dès lors, cet engagement sera automatiquement mieux rémunéré que celui du fonds. C'est ce que la pratique appelle communément le « sweet equity » :

Exemple : Imaginons la situation suivante qui nous permettra de mieux comprendre ce mécanisme : un montage d'acquisition est organisé pour l'achat d'une société dont les titres sont valorisés 15 200 K€ Le montage s'effectue alors comme suit : D'une part un investissement direct dit « en equity » :

- Par un investissement en actions de 200 K€ pour le dirigeant (=17% du capital) et de 1000 K€ pour l'investisseur (= 83% du capital). Le capital total est donc de 1 200 K€
- l'investisseur investit également 4000 K€ en obligations convertibles

Le total de l'investissement est donc de 5 200 K€

Il faut donc contracter une dette de 10 000 K€ pour financer le reste de l'acquisition (=15 200-5200).

La méthode de l'actualisation des flux futurs nous indique, en fonction de l'espérance de valorisation des titres de la société tout entière, quel rendement d'investissement obtiendront les différents intervenants :

	n	n+4	
Valeur de la société	15200	20000	7%
dette acquisition	10000	4285.714286	
oc fonds	4000	4000	5%
<b>valeur equity</b>	<b>1200</b>	<b>11714.28571</b>	
<b>fonds</b>	<b>1000</b>	<b>9761.904762</b>	
oc fonds	4000	4000	
<b>total investissement</b>	<b>5000</b>	<b>13761.90476</b>	
<b>TRI*</b>	<b>29%</b>		
<b>dirigeant</b>	<b>200</b>	<b>1952.380952</b>	
<b>TRI*</b>	<b>77%</b>		

\* Le calcul du TRI s'effectue par actualisation des flux futurs. En l'espèce, nous avons deux flux ce qui nous donne une formule de TRI suivante :  $TRI = ((F_4 / F_1)^{(1/4)} - 1) \times 100$

Très rapidement, nous pouvons constater que le rendement de l'investissement est bien plus avantageux pour le dirigeant (TRI de 77%) que pour le fonds (TRI de 29%).

Cette différence de traitement résulte directement des modalités d'investissement qui sont initialement réparties (et notamment de la mise de départ du fonds qui est également constituée d'obligations convertibles). Cette allocation judicieuse permet au dirigeant de tirer un profit plus lucratif de sa mise de départ.

A côté de ce mécanisme d'origine purement financière, l'intéressement du dirigeant s'effectue également par l'usage de techniques juridiques plus traditionnelles, telles que l'octroi de stock options, de titres donnant accès différé au capital ou de bons de créateurs d'entreprise.

- L'octroi de stock options

Elles constituent un instrument naturel d'intéressement, mais les contraintes juridiques et fiscales liées à leur utilisation limitent leur attrait.

Ce système permet au dirigeant de souscrire des actions de la société cible. Le mécanisme est assez simple : c'est le conseil d'administration<sup>32</sup>, qui, après autorisation de l'assemblée générale extraordinaire offre à tout ou partie du personnel un droit de souscrire ou d'acheter des actions à un prix déterminé qui ne peut pas être modifié pendant la durée de l'option. Le dirigeant bénéficiaire aura alors un certain délai pour lever l'option et en cas de hausse de la valeur de l'action (ce qui est le but recherché de l'opération de LBO), il pourra souscrire des titres à un prix inférieur à leur valeur vénale.

Outil traditionnel de fidélisation du personnel, l'octroi de « stock option » est rarement utilisé en pratique dans une opération de LBO car son cadre juridique ne satisfait pas les investisseurs qui le trouvent trop rigide. En effet, il ne peut être consenti d'options aux salariés et aux mandataires sociaux possédant plus de 10% du capital social<sup>33</sup>, et de plus, dans une limite du tiers du capital. Par ailleurs, la plupart des sociétés cibles faisant l'objet d'un LBO sont non cotées, dès lors, le mécanisme prévu à l'article L225-180 du code de commerce, qui permet de consentir des options d'actions de sociétés mères ou de sociétés soeurs, n'est pas envisageable : seules les sociétés admises aux négociations sur

---

<sup>32</sup> L225-177 du code de commerce

<sup>33</sup> L225-182 alinéa 2 du code de commerce

un marché réglementé pouvant prétendre à l'utilisation de cette technique<sup>34</sup>. Le prix des options fait l'objet d'une réglementation stricte : le prix des options est fixé au jour où l'option est consentie et le prix ne peut être modifié pendant la durée de l'option à moins que ne surviennent des événements limitativement énumérés<sup>35</sup>. La procédure d'émission est également assez lourde, prévoyant des formalités de publicité, la convocation d'une assemblée générale extraordinaire mais aussi l'émission d'un rapport spécial annuel sur l'évolution des plans d'options<sup>36</sup>.

Mais c'est surtout le traitement fiscal qui effraie les dirigeants sociaux : la plus value d'acquisition étant fiscalisée dans la catégorie des traitements et salaires<sup>37</sup>. Même s'il existe un taux spécial de 30%<sup>38</sup> d'imposition si les actions revêtent la forme nominative et ont été cédées quatre ans après l'émission de l'option, ce régime d'imposition reste désavantageux au regard d'autres méthodes d'intéressement.

- L'octroi de titres donnant un accès différé au capital à des conditions préférentielles

Ce capital « en puissance » est très utilisé dans les opérations de LBO : il s'agit des bons de souscriptions d'actions. Le contrat d'émission de ces titres doit toujours prévoir le prix auquel pourront être acquises les actions à émettre, et ce, quelle que soit la valeur marchande de ces actions au moment de l'option : la position du titulaire de ces titres est donc très confortable, leur permettant de devenir actionnaires de la société émettrice, si la valeur marchande des actions devient supérieure au prix de souscription des bons.

Quelle est la procédure d'émission à suivre ?

S'agissant de valeurs mobilières donnant accès au capital, il convient de respecter la procédure prévue à l'article L228-92 du code de commerce, qui prévoit notamment une autorisation d'émission donnée par l'assemblée générale extraordinaire de la société. L'augmentation de capital potentielle ouvre aux actionnaires existants un droit préférentiel

---

<sup>34</sup> L225-177 alinéa 8 du code de commerce

<sup>35</sup> L225-181 alinéa 2 du code de commerce

<sup>36</sup> L225-177 à L225-186 du code de commerce.

<sup>37</sup> 163 bis C du Code Général des Impôts

<sup>38</sup> Un autre taux plus avantageux de 16% est possible mais exige un portage supplémentaire du titre pendant 2 ans



de souscription auquel ils devront renoncer en faveur des seuls bénéficiaires de l'émission des bons.

L'émission de ces titres permettent d'intéresser les dirigeants à la réussite du projet industriel : ceux ci se voient octroyés des bons de souscription d'actions<sup>39</sup>, à un prix très inférieurs à leur cours, aux fins de les exercer à la sortie en cas de réussite de l'opération. Le porteur de BSA a la possibilité de souscrire des actions qui seront émises lors de l'exercice du bon, à un prix et pendant une période fixés dès le contrat d'émission. Cette technique permet au dirigeant d'augmenter sa participation si la valorisation de la société est revue à la hausse.

Cette réévaluation peut être conditionnée par la survenance de certains événements (refinancement, introduction en bourse, objectifs commerciaux) ou par l'atteinte de certains seuils. Mais, le nombre de BSA exerçables par le dirigeant peut également être fonction du taux de rendement interne de sortie attendu par l'investisseur.

De son côté, l'investisseur, qui comme nous l'avons vu précédemment a doublé sa participation en capital, d'une participation en dette, va prévoir que son prêt prendra la forme

d'obligations convertibles en actions<sup>40</sup>, d'obligations avec bons de souscriptions en actions<sup>41</sup> ou d'obligations remboursables en actions<sup>42</sup>.

Avec ces titres, les financiers peuvent transformer leur prêt en capital, et préférer la rémunération d'une plus value de sorties à la rémunération d'un taux d'intérêt.

- L'octroi de Bons de Souscription de Parts de Créateurs d'entreprise (BSPCE ou BCE)

Ces instruments d'intéressement sont nés de l'inadaptation des mécanismes de stock options aux entreprises naissantes. Ces bons permettent à la société d'intéresser ces dirigeants en leur donnant pour perspective d'acquérir une partie du capital : en effet, ils

---

<sup>39</sup> BSA

<sup>40</sup> OCA

<sup>41</sup> OBSA

<sup>42</sup> ORA

confèrent à leurs bénéficiaires le droit de souscrire des titres représentatifs de capital à un prix définitivement fixé au jour de l'attribution par l'assemblée générale des actionnaires. Le processus d'attribution et de réalisation des bons se décompose donc en trois temps : dans un premier temps, c'est « l'offre de bon » : la société ouvre au bénéficiaire, le droit de souscrire un certain nombre d'actions à un prix déterminé, pendant une certaine période. Se crée ainsi un rapport d'obligation. La publicité du contrat d'émission constitue une offre unilatérale et irrévocable de la société.

Ensuite, c'est « l'exercice du bon » : le bénéficiaire accepte l'offre de la société. Et enfin dans un troisième temps, intervient la cession des titres par le bénéficiaire, qui dénoue ainsi le lien sociétaire et lui permet de réaliser un gain en cas d'appréciation du titre.

Fiscalement, l'article 163 bis G du CGI fait du bon une valeur mobilière : les titulaires de bons justifient donc du régime fiscal de cession de valeurs mobilières, taxée comme des plus value (et non comme des salaires), car l'administration considère que l'opération peut constituer un risque : elle considère en effet, qu'il s'agit de la contrepartie de l'activité que le salarié a directement déployée dans la société et qui a directement contribué à la valorisation de celle ci. A l'inverse, les bons seront requalifiés en supplément de salaire dès lors que pour l'administration, aucun risque entrepreneurial ne sera vérifié.

Ainsi, le gain net réalisé lors de la cession des titres souscrits en exercice des bons est traité comme un revenu de capital : A moins que la société ou le bénéficiaire ne s'écarte du dispositif légal, auquel cas, l'administration se réservera alors le droit de requalifier l'opération dans la catégorie correspondant à sa nature première : les bons sont attribués aux salariés bénéficiaires en cette qualité des bons, et le gain de cession des titres sous jacents résulte directement de leur activité ayant contribué à la valorisation des titres : mais le non-respect d'une des conditions d'attribution du régime fiscal pourrait être sanctionné par le retour à la catégorie des traitements et salaires.

Pour autant, ces bons de créateurs sont assez peu utilisés en pratique car leurs conditions d'émission sont très strictes, et tout éloignement du dispositif légal peut engendrer une

requalification fiscale en revenu de traitement et salaires dont la fiscalité est bien moins avantageuse : en effets, les conditions suivantes doivent être réunies :

- une entreprise nouvelle : la durée d'existence de la société, qui doit être immatriculée au registre du commerce, depuis moins de quinze ans à la date d'attribution des bons
- le capital doit être détenu directement et de manière continue pour 25% au moins par des personnes physiques ou des personnes morale détenues par des personnes physiques : mais attention, il existe ici une sorte de déconnexion entre les personnes détentrices du capital et les futurs titulaires de bons, en cela que ces derniers n'ont pas de capital minimum à détenir
- les bénéficiaires des bons ne peuvent être que des salariés ou des dirigeants « soumis au régime fiscal des salariés ». Les mandataires sociaux n'ont donc aucun accès aux bons. C'est pour cette raison principalement que le mécanisme est assez peu utilisé en pratique.

Se pose alors nécessairement la question de savoir si une modification dans le statut social du salarié dirigeant, qui se serait vu attribuer des bons, peut avoir un impact sur la validité de ceux ci ?

Plusieurs éléments semblent pencher en faveur d'un maintien dans le droit aux bons : en effet, en premier lieu, le code général des impôts permet un exercice des bons postérieur au départ de l'entreprise par le salarié. Dans un même ordre d'idée, on peut donc très bien imaginer que ce salarié puisse se voir maintenu dans ses droits aux bons alors même qu'il a changé de statut social, et qu'il est devenu mandataire de la société.

Mais surtout, l'engagement de la société, au moment de l'attribution des bons est irrévocable : cet engagement fait naître un droit propre, autonome, qui interdit à la société de modifier les conditions d'exercice de ce droit postérieurement à l'attribution des bons. Dès lors, il convient de penser que la modification du statut social du dirigeant n'impactera pas son attribution de bons.

Parallèlement à ces mécanismes d'attribution du capital, existe une rétrocession négociée de la plus value finale.

## 2. La rétrocession de la plus-value finale

Plus généralement, est négociée une rétrocession de la plus value de sortie, qui permettra au dirigeant de bénéficier de la plus value d'investissement réalisée par le fonds pr teur. Cette rétrocession est souvent calculée évolutivement, en fonction des niveaux de résultats atteints par la société cible.

Voici un exemple de base de calcul communément utilisée :

### Base de calcul

		Rétrocession de la PV totale de la holding					
Multiple net holding	TRI	20% et 24,99 %	25% et 29,99%	30% et 34,99%	35% et 39,99	40% et 44,99%	> 45%
	holding Mult. holding						
	<1,5	3.60%	8.30%	12.40%	14.30%	16.40%	18.50%
	1,5 � 2	5.80%	11.70%	14.40%	16.20%	18.30%	20.30%
	>2	8.70%	13.20%	14.90%	17.10%	19.20%	21.20%

On voit que le pourcentage de rétrocession est fonction du multiple réalisée par le holding, c'est à dire la plus value réalisée.

Statistiquement, la pratique observe que les niveaux de rendements exigés avant une telle rétrocession avoisinent les 15% aujourd'hui contre 30% il y a quelques années<sup>43</sup>. Cette baisse témoigne de la prise en compte permanente de l'objectif d'intéressement du dirigeant dans ce type d'opérations.

Sur le plan juridique, ce schéma sera souvent fondé sur une émission de valeurs mobilières dilutives pour les dirigeants comme des obligations convertibles ou remboursables en actions, dont le taux de remboursement ou de conversion évolue en fonction des objectifs atteints.

Dans un premier temps, les montants affectés à la souscription de ces titres sont assimilés à des quasi-fonds propres dont le remboursement dépend du remboursement préalable de

<sup>43</sup> Source : Option Finance n 837 du 6 juin 2005 p21

la dette. Mais au moment de la sortie, ces fonds adoptent une nature définitive : ils peuvent acquérir la qualité de fonds propres en cas de conversion ou au contraire être transformés en endettement dans le cadre d'une renonciation à la conversion.

Le principe de cette conversion est très simple : plus le taux de rendement interne des investisseurs est élevé, plus le taux de conversion des obligations sera bas et plus le prix de sortie par action dont bénéficient les dirigeants est haut.

De manière symétrique, les dirigeants se voient proposer une souscription à titre gratuit de titres relatifs dont l'exercice pourra leur permettre d'augmenter leur part de capital, et ainsi bénéficier d'une plus value à la sortie.

Ainsi on comprend comment l'ajustement du prix et de la parité d'exercice à la valorisation de sortie détermine le niveau de rétrocession de TRI accepté par les dirigeants.

Une limite subsiste cependant : il n'est pas toujours possible de jouer sur la quotité de capital détenue par les dirigeants : en effet, l'amendement Charasse, prévu à l'article 223 B alinéa 7 du CGI, fait parfois obstacle à la détention par les dirigeants d'une quotité des droits de vote du holding leur conférant le contrôle de cette dernière alors qu'ils contrôlaient précédemment la cible. Ce régime rend alors délicate l'émission d'obligations convertibles ou remboursables en actions dans la mesure où ces titres ne confèrent aucun droit de vote aux investisseurs.

Dans cette hypothèse, il est possible de créer des catégories d'actions distinctes conférant à leurs titulaires les mêmes droits de vote, mais faisant bénéficier les dirigeants d'un prix différencié et prioritaire en cas de sortie.

Au travers de tous ces mécanismes, le dirigeant devient un véritable entrepreneur dont la prise de risque est judicieusement récompensée. Désormais à la tête de la société cible dont il assure toujours la direction, il est également actionnaire du holding d'endettement au titre de l'opération de rachat. Cette double casquette est susceptible d'engendrer des risques qu'il convient de signaler.

<b><u>Section 2 : Les risques et conflits d'intérêts inhérents à la figure de l'actionnaire-dirigeant</u></b>
---

Le dirigeant qui détient une participation dans le holding d'acquisition, est maintenu à la direction de la société cible. Divers risques juridiques et fiscaux peuvent naître de ce statut hybride (A).

Mais surtout certains conflits d'intérêts peuvent également voir le jour, qu'il conviendra de mettre en lumière et de prévenir (B).

## **A) Les risques juridiques et fiscaux encourus par le dirigeant social**

### 1. Sur le plan du droit des sociétés

Plusieurs textes du code de commerce prévoient des interdictions pénalement sanctionnées qui visent à garantir le patrimoine d'une société et ainsi protéger les intérêts des créanciers.

La logique sociétaire moderne se fonde en effet sur le principe de la responsabilité limitée aux apports des associés. Les créanciers n'ont alors de gage que ceux de la société elle-même, qu'il convient donc de préserver de la dilapidation qui pourrait être réalisée par l'associé qui en ferait un usage personnel. Le droit des sociétés édicte donc des limites, des obligations auxquelles le dirigeant social doit se conformer pour éviter que le patrimoine de la société ne disparaisse.

L'opération de LBO, lorsqu'elle est uniquement motivée par des considérations financières peut entrer en contradiction totale avec les objectifs et les finalités de la construction sociétaire. Montage de reprise à vocation financière, le LBO a pour objectif de financer partiellement ou totalement la prise de contrôle de la cible au moyen de fonds provenant directement de celle-ci. Mais cette ingénierie financière débouche naturellement sur un endettement très lourd de la cible qui la fragilise et obère sa compétitivité future.

On comprend alors naturellement que les deux logiques peuvent directement entrer en conflit dès lors que le LBO, n'est plus seulement financé par des dividendes (qui sont du bénéfice distribué) mais lorsqu'il entame la substance même de la société cible.

C'est ce conflit permanent entre les deux mouvements qu'illustrent les risques qui pèsent sur le dirigeant social qui est devenu actionnaire d'un holding de rachat.

Étudions précisément les différentes dispositions en cause :

- Le risque de violation de l'article L225-116 du code de commerce

Aux termes de l'article L. 225-216 du Code de commerce, « *une société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté, en vue de la souscription ou de l'acquisition de ses propres actions par un tiers. Les dispositions du présent article ne s'appliquent ni aux opérations courantes des entreprises de crédit, ni aux opérations effectuées en vue de l'acquisition par les salariés d'actions de la société ou de l'une de ses filiales* ».

La violation de cet article est sanctionnée non seulement sur le plan pénal, par une amende de 9 000 euros<sup>44</sup> à l'encontre des dirigeants de la société cible, mais également par la nullité de la fusion du fait de la violation d'une disposition impérative de la loi<sup>45</sup>.

Se pose pourtant la question de savoir si ce texte s'applique à notre cas d'espèce : lorsqu'une cible est rachetée par voie d'endettement par le biais d'un holding d'acquisition, est-ce que l'opération contrevient à la prohibition qu'à une société de financer l'acquisition de ses propres titres ? Notre dirigeant social pourrait-il être condamné ?

A ce sujet, les avis divergent : Certains auteurs sont réservés quant à la validité d'un montage de LBO, au regard de l'article L225-216, en particulier lorsque est décidée une fusion de la cible et du holding d'acquisition. En effet, « *si des garanties sont consenties après la fusion et qu'au surplus cette fusion intervient immédiatement après la création de la holding ou dans un délai très court, il n'est pas raisonnable de croire qu'un juge éventuellement saisi accepterait d'ignorer le caractère artificiel du montage pour ne pas remettre en cause l'opération pour fraude*<sup>46</sup> ».

---

<sup>44</sup> L242-23 du Code de commerce sur renvoi de l'article L.242-24

<sup>45</sup> L235-1 du Code de commerce

<sup>46</sup> Bertrel J.P, « fusion rapide », Droit et patrimoine, juin 1994, p. 24 et suiv.

Selon ces mêmes auteurs, même si aucune garantie n'est accordée postérieurement à la fusion, le montage aboutit, par un procédé indirect, au même résultat que ce que le droit interdit.

Cependant, d'autres auteurs<sup>47</sup>, s'opposent à l'application du texte dans ce type d'opération : Pour eux, l'article 225-216 ne viserait que les prêts, avances et garanties... et non l'opération de fusion. Or la fusion est réalisée sans esprit de retour, sans espérance de restitution et ne rentrerait donc pas dans le champ d'application du texte. Ensuite, l'argument tiré du caractère rapide de la fusion (rapidité qui rendrait illégale l'opération), ne repose sur aucune disposition du Code de commerce. Et, pour A. Viandier, l'enjeu « *n'est pas une question de calendrier mais une question de principe : l'article 217-9<sup>48</sup> n'est pas applicable en cas de fusion et il importe peu que la fusion suive immédiatement ou de quelques mois l'acquisitions des titres<sup>49</sup>* ».

C'est semble-t-il l'orientation suivie par la Cour de cassation. En effet, dans un arrêt du 15 novembre 1994<sup>50</sup>, la chambre commerciale a jugé que l'engagement de remboursement pris envers la banque prêteuse par la holding d'acquisition, sur des fonds provenant de la « *distribution de réserves non obligatoires et de dividendes* » de la société cible, « *n'était pas irrégulière au regard de l'article 217-9* », la holding ne pouvant engager d'elle même les biens de la société cible.

Il s'agit cependant, pour éviter tout risque de s'attacher à faire primer le « *caractère réel sur le caractère artificiel de la fusion<sup>51</sup>* » : ainsi, par exemple, la constitution, juste après la fusion d'une garantie sur certains actifs de la cible en vue de garantir l'emprunt contracté par l'ex-holding ou bien la vente de certains actifs de l'ex-cible dans le même but, nécessitera la plus grande méfiance, tant juridique que fiscale.

Mais cette question renvoie plus largement à celle de la question de l'abus de bien social dans le montage.

---

<sup>47</sup> Viandier A., L'article 217-9 et les rachats d'entreprises., JCP éd. E 1990, II, n°15821. LE NABASQUE H., A propos de l'article 217-9 de la loi de 24 juillet 1966, JCP éd. E 1992, I, p. 17

<sup>48</sup> Devenu L225-216

<sup>49</sup> Viandier A., précité.

<sup>50</sup> Cass. Com., 15 novembre 1994, n°2073, Petite C/Caisse centrale des banques populaires, RJDA 2/1995, p. 137 à 139.

<sup>51</sup> Viandier JCP E 1990 II 15821



- L'abus de bien social

Le législateur sanctionne pénalement l'abus de biens ou du crédit<sup>52</sup>. Cette notion désigne le fait pour les dirigeants sociaux d'utiliser, de mauvaise foi, les biens et le crédit de la société, contrairement à l'intérêt de celle-ci, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement. L'abus de bien social est puni d'un emprisonnement de cinq ans et d'une amende de 375 000 euros<sup>53</sup>.

Ce risque apparaît naturellement aux repreneurs d'une entreprise, qui y exercent parallèlement des fonctions d'administration ou de direction. En effet, dans une opération de reprise par le biais d'un holding, tout transfert indu de la propriété des actifs de la société cible vers le holding est susceptible de constituer une forme d'abus de bien social dès lors que le dirigeant de la cible possède une participation dans le holding.

Bien évidemment, il convient de tempérer ces propos au regard de la jurisprudence dite Rozenblum, de la chambre commerciale de la Cour de cassation, qui, le 4 février 1985<sup>54</sup> a posé un certain nombre de critères permettant d'appréhender avec réalisme cette question au sein des groupes de sociétés. Aux termes de cette jurisprudence, certaines conditions doivent être scrupuleusement respectées aux fins d'éviter l'incrimination pénale :

- les deux sociétés doivent appartenir au même groupe
- l'opération doit avoir été dictée par un intérêt économique, social ou financier commun, apprécié au regard d'une politique élaborée pour le groupe en son entier
- le concours financier ne doit pas être dépourvu de contrepartie pour la société qui en supporte la charge

Cependant, il apparaît clairement que ces conditions sont difficiles à réunir si c'est la société elle-même qui a accordé un prêt pour que le dirigeant finance sa participation. Parallèlement, d'aucuns critiquent l'aspect fictif du groupe ainsi créé : selon J.P. Bertel<sup>55</sup>, « *même si juridiquement on est en présence d'une mère et d'une fille, le groupe (...) est d'autant plus artificiel qu'à l'issue du remboursement des emprunts, il n'est pas rare,*

---

<sup>52</sup> L242-6 alinéa 3 du code de commerce pour les SA, L241-3 pour les SARL

<sup>53</sup> L242-6 alinéa 1 du code de commerce

<sup>54</sup> D1985 p478

<sup>55</sup> Bertel, Acquisitions de contrôle et « vampirisme financier ». Droit et patrimoine, janvier 1993, p. 52 et suiv.

*dans un tel montage, que la holding et la société reprise fusionnent* ». D'ailleurs, la Cour de cassation a, à plusieurs reprises, refusé d'admettre l'existence d'un groupe pouvant justifier des avances de trésorerie lorsque différentes sociétés en cause n'étaient liées entre elles que par des jeux d'écritures et qu'il n'existait aucune politique décidée en conseil d'administration ou en assemblée générale<sup>56</sup>.

Les dangers d'infractions sont donc élevés. Certains auteurs ont avancé un argument pour faire obstacle à l'incrimination. Selon eux, l'infraction ne sanctionne, que les faits commis par les dirigeants de droit ou de fait<sup>57</sup>. Or, la décision portant éventuellement atteinte aux biens sociaux d'une des sociétés n'est pas une décision prise par les dirigeants seuls, mais par les actionnaires, les dirigeants votant en leur qualité d'actionnaires. Seule l'exécution de cette décision incombe aux dirigeants.

Pourtant, la jurisprudence considère au contraire que les dirigeants peuvent parfaitement être poursuivis ou condamnés sur ce fondement ou sur celui, plus général de l'abus de pouvoir<sup>58</sup>.

A cet égard, l'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation, le 10 juillet 1995<sup>59</sup> dans l'affaire Delattre-Vivier est particulièrement éclairant et permet de délimiter les comportements délictueux : dans cette affaire, une société holding acquiert la quasi-totalité des actions de la société Delattre Vivier. Ce holding est entièrement détenu par un homme, qui en est également président directeur général. Alors que le prêt contracté auprès de l'établissement bancaire s'élève à 30 millions de francs, la cible avance 60 millions de francs pour l'achat de ses actions par le holding. Le conseil d'administration du holding prend ensuite la décision de fusionner les deux entités. Par l'effet de la fusion, la créance de la cible sur le holding est compensée avec la dette de la seconde sur la première. Les juges du fonds considère cette fusion comme déséquilibrée et condamne le président directeur général pour abus de biens social et abus de pouvoir, à quatre ans d'emprisonnement (dont 18 mois fermes) et à 2,5 millions de francs d'amende. En l'espèce, les tempéraments de la jurisprudence Rozenblum ne pouvait jouer : un expert judiciaire ayant considéré que les « *sacrifices* » consentis par la cible n'avaient pas

---

<sup>56</sup> Cass. Crim. 23 avril 1991, RJDA 7/91, n°602

<sup>57</sup> L245-16 du code de commerce

<sup>58</sup> Article 437-4 du code de commerce

<sup>59</sup> Paillusseau : JCP N n°17 I 1996 p618

été faits dans l'intérêt du groupe mais seulement pour permettre au holding d'acquérir les actions. Toujours selon l'expert, ces avances étaient dépourvues de contrepartie (en particulier le taux d'intérêt prévu était inférieur à celui du taux de base bancaire).

La contrainte pénale n'est donc pas seulement une hypothèse d'école mais doit constamment être intégrée par les dirigeants dans leurs schémas de reprise aux fins de limiter les risques de l'opération.

Une partie de la doctrine<sup>60</sup> invite donc à distinguer deux situations dans lesquelles l'élément intentionnel de l'infraction d'abus de bien social sera plus ou moins facilement rapporté :

1<sup>ère</sup> situation : la société cible distribue l'intégralité de ses bénéfices, en dividendes et permet ainsi au holding de rembourser la totalité de l'emprunt. L'élément matériel est alors rapporté, mais l'élément intentionnel de l'infraction est moins évident. En effet, en distribuant l'intégralité du résultat, les dirigeants n'ont fait qu'user de leur pouvoir légal de gestion.

2<sup>ème</sup> situation en revanche : là, les dirigeants, pour dégager des liquidités supplémentaires, vendent certains actifs de la société cible. Là, l'élément intentionnel est lui aussi rapporté.

Pourtant cette casuistique n'est pas encore suffisante pour rassurer l'intégralité des promoteurs de montages LBO qui militent pour l'introduction en droit français d'un véritable « guide » sur le modèle de la procédure de « white wash<sup>61</sup> » prévue par le droit anglais. Cette procédure est un « safe harbor<sup>62</sup> » au sens du droit américain, c'est-à-dire une méthode, qui si elle est respectée, évite à ses utilisateurs toute remise en cause civile ou pénale de leur montage.

A cet effet, la procédure de white wash intervient comme exception à la section 151 du « Companies Act » de 1985, qui interdit à toute société du Royaume Uni ou à toute filiale de celle-ci d'utiliser ses actifs pour financer l'achat de ses propres actions. Cette interdiction, au même titre que l'abus de bien social de droit français vise à éviter tout

---

<sup>60</sup> « LBO : utilisation de l'effet de levier juridique et financier lors d'une acquisition » Bulletin Joly mai 1990 n°5 p415 §24

<sup>61</sup> « Financial Assistance and Whitewash » an overview for lenders January 2006 Fiel Fisher Waterhouse Ed. The European Legal Alliance

<sup>62</sup> Littéralement « port de sécurité »

montage qui conduirait une société bénéficiaire à s'appauvrir au détriment de ses créanciers. Ce texte pose donc de sérieuses difficultés aux promoteurs de LBO, dans la mesure où il est rédigé très largement, et est assorti de sanctions sévères (amende et peines de prison sont ainsi prévues, sans compter la nullité de l'acte litigieux, qui peut entraîner le remboursement des sommes avancées pour l'achat des actions et donc conduire à des situations désastreuses).

C'est dans ces conditions qu'intervient la procédure de « white wash » qui donne une liste précise de situations dans lesquelles l'assistance financière entre les deux sociétés sera valide.

Ses conditions d'applications sont relativement strictes : ouvertes aux seules sociétés privées, elle valide les pratiques dans lesquelles la société cible ne s'appauvrit pas mais distribue des excédents bénéficiaires (dividendes, réserves distribuables). Elle impose un rapport rédigé par les commissaires aux comptes de la société cible ainsi qu'une déclaration légale effectuée par les dirigeants sociaux de la cible et de la société financée. La décision doit être approuvée par les actionnaires existants réunis en assemblée. L'assistance financière doit alors intervenir dans les 2 mois de la décision des actionnaires.

Si toutes ces conditions sont remplies, la convention d'assistance financière est alors validée et ne peut plus être remise en cause. Bien évidemment, cette procédure de sécurité se fonde sur une tradition juridique encline à utiliser de tels outils. Gage de sécurité juridique, elle a le mérite de distinguer clairement les situations problématiques et ainsi de donner une grille de lecture efficace permettant de baliser les pratiques valides financièrement et juridiquement. D'aucuns militent donc pour son introduction dans notre droit aux fins de favoriser encore plus les montages financiers dont les risques légaux peuvent parfois décourager. D'autant plus que si certains risques juridiques existent, d'autres risques fiscaux peuvent également apparaître dans le cas spécifique des opérations de fusion de la cible et du holding.

## 2. Le risque fiscal

La fusion de la société cible et du holding d'acquisition permet, par l'effet de la confusion de patrimoines, d'atténuer, voire d'éviter, la charge fiscale qu'aurait dû normalement supporter la société cible. D'une part, elle permet d'éviter les contraintes de l'intégration fiscale qui impose un seuil de détention de 95% des titres de la cible, mais surtout, elle permet l'imputation des charges financières de la holding sur les bénéfices de la cible et procure ainsi une optimisation fiscale. Elle permet également de contourner la difficulté liée à l'application, dans certains cas, de l'article 223-B alinéa 7 du CGI (« l'amendement Charasse ») qui limite la déductibilité des charges d'emprunts lorsqu'une société du groupe fiscal a acheté, aux personnes qui contrôlent directement ou indirectement le groupe, les titres d'une société qui devient membre du groupe.

C'est pourquoi, elle est souvent envisagée plus ou moins longtemps après le rachat de la cible. Pourtant, pour le dirigeant de la cible, cette opération est source de risques.\*

Dans une importante instruction en date du 3 août 2000, l'administration a précisé que *« l'acquisition d'une société [...] suivie de sa fusion avec la société qui l'acquiert [...] peut avoir pour but exclusif d'imputer fiscalement les frais d'acquisition sur les bénéfices acquis ou constituer pour la société acquise puis fusionnée une opération déséquilibrée, sans contrepartie suffisante pour elle. Ces opérations peuvent être remises en cause, selon le cas, conformément à la procédure de répression d'abus de droit ou sur le fondement de l'acte anormal de gestion. »*

A cet égard, l'administration précise que la possibilité pour les deux sociétés d'opter pour le régime de l'intégration fiscale est sans incidence au motif que l'option pour un tel régime ne saurait modifier les intérêts patrimoniaux respectifs des deux entités et que la fusion manifeste la volonté des parties de se fixer en dehors du régime légal de l'intégration. En conséquence, il convient de raisonner comme si les sociétés étaient autonomes fiscalement.

Le risque fiscal de ce type d'opération est donc important et le dirigeant social de la cible doit être conscient des risques encourus, qui peuvent être de nature à remettre en cause sa gestion et plus généralement la viabilité économique du montage envisagé:

La fusion fragilise la structure financière de la société cible et obère ses capacités d'investissement. Ces inconvénients ne sont contrebalancés par aucun avantage : en effet,

le holding d'acquisition ne possède généralement aucun actif, et n'exerce aucune activité propre. L'administration, forte de cet état de faits pourrait rejeter la déduction des charges d'emprunt de la nouvelle entité fusionnée. Plus encore, à supposer que la conformité de la fusion à l'intérêt social ne soit pas contesté, la fusion pourrait encore être remise en cause fiscalement sur le fondement de la jurisprudence du Conseil d'Etat, dite Loiseau<sup>63</sup> aux termes de laquelle un acte qui n'a pas été effectué dans un but étranger à l'intérêt de l'entreprise peut néanmoins être considéré comme anormal s'il lui fait courir un risque excessif.

Aux termes de cette analyse, il apparaît donc que l'investissement du dirigeant social, s'il est souvent lucratif, n'est pas dénué de risques. Il convient maintenant de mettre en lumière les conflits d'intérêts naissants, auxquels il doit faire face.

### **B) les conflits d'intérêts liés à la position du dirigeant-actionnaire**

Les conflits d'intérêts, sont particulièrement nombreux, en particulier lorsque le dirigeant, dans le cadre d'un LBO ou d'un LMBO, était déjà en place avant le début de l'opération financière.

Devenus « dirigeant-proprétaire », il est responsable des audits d'acquisition sur lesquels se fondent les investisseurs financiers. A ce titre, il peut manifester une certaine réticence quant à la communication d'informations qui pourraient s'avérer défavorables à l'évaluation de la cible.

Dans la conduite des opérations ensuite : la direction de la cible pourra cristalliser des oppositions de points de vue, investisseurs et dirigeants ayant deux optiques industrielles souvent contradictoires<sup>64</sup> : le premier s'intéresse avant toute chose à la rentabilité et à la manière dont la dette d'acquisition sera remboursée : à ce titre, il s'opposera souvent à des investissements industriels que le dirigeant pouvait considérer comme opportun à l'échelle de la cible.

---

<sup>63</sup> Conseil d'Etat 17 octobre 1990 RJF 11/1990 n°1317

<sup>64</sup> « LBO : une nouvelle race de managers » Option Finance n°472 octobre 1997 p8

Mais c'est surtout, le mécanisme de l'octroi et de la mise en oeuvre de la garantie de passif qui va retenir ici notre attention, car elle illustre particulièrement notre propos.

En matière de cession de droits sociaux, la garantie légale est très limitée : en effet, la garantie de l'article 1641 du code civil impose au cédant de garantir seulement l'existence des droits sociaux qu'il cède et non leur valeur ou la consistance du patrimoine de la société. Dans ces conditions, une garantie de passif, par laquelle les cédants s'engagent à acquitter auprès du cessionnaire ou auprès de la société les dettes sociales ou les insuffisances d'actifs qui viendraient à se révéler. La garantie de passif peut également toucher des éléments extra financiers déterminants de la prise de participation, même si les éléments comptables et financiers ayant déterminé le prix d'acquisition des titres sont les plus courants.

Dans la plupart des prises de participations par voie de souscription, et donc dans la plupart des opérations de capital risque que nous étudions, ces clauses de garanties de passif sont concédées par le dirigeant social agissant en son nom propre ou en tant que mandataire de la société cible.

Bien évidemment, si le dirigeant agit en tant que mandataire de la personne morale, c'est la société elle-même qui est responsable à l'égard des investisseurs. Pour autant, cette option est très rarement utilisée par les praticiens, car la mise en jeu d'une telle garantie est quasiment impossible en droit français<sup>65</sup>. En effet, il conviendrait alors, pour indemniser les investisseurs d'opérer une réduction du prix de souscription.

Une telle démarche implique, tout d'abord que le rapport du commissaire aux comptes sur lesquels l'assemblée générale des actionnaires s'était prononcée ait été construit sur des bases fausses, ce qui implique une possible annulation de la délibération de l'assemblée générale des actionnaires (L225-135 Ccom). Parallèlement, l'article L225-138 al 2 du Code de commerce dispose, quant à lui, qu'il revient à l'assemblée des actionnaires de fixer le prix d'émission des titres. Pour être valable, l'engagement de

---

<sup>65</sup> « Les parcs d'actionnaires et privilèges statutaires » 9 mai 2003 de Marc Henry, Ghislaine Bouillet-Cordonnier éditions EFE §203

souscription d'actions doit être pur et simple, définitif et irrévocable, toute condition affectant la souscription étant réputée non écrite<sup>66</sup>.

Mais, plus naturellement, la mise en jeu d'une telle clause, privant la société de fonds nécessaires à son développement, compromettra d'autant plus l'opération envisagée, et n'aura que des conséquences néfastes.

C'est pourquoi, les investisseurs en fonds propres préfèrent une garantie signée par les actionnaires majoritaires, ou plus fréquemment encore par le dirigeant de la société qui possède les informations nécessaires à son engagement.

Se pose alors le problème de savoir comment les dirigeants, personnes physiques, peuvent faire face aux obligations souscrites au titre de la garantie de passif : il est donc nécessaire d'obtenir des garanties à la garantie, par exemple, une compensation sur le paiement du prix différé, l'inaliénabilité des titres de la holding d'acquisition détenus par les dirigeants, ou encore un nantissement des avances en compte courant dont les dirigeants peuvent être titulaires.

Mais un deuxième conflit d'intérêt peut également naître, plus simplement de la mise en oeuvre de la garantie : le dirigeant est alors débiteur de la garantie par hypothèse, mais c'est aussi le seul qui puisse avoir connaissance d'événements de nature à justifier une telle mise en oeuvre. A la fois vendeur, acheteur, dirigeant de la cible et parfois même représentant légal, il hésitera probablement avant de déclencher la garantie.

Dans ces conditions, la pratique préconise de donner mandat exclusif à l'actionnaire financier de représenter la holding au titre de la garantie de passif. En effet, en principe, c'est bien évidemment l'acquéreur qui notifie aux garants la mise en jeu de la garantie, mais dans le cadre d'une garantie de passif consentie dans un LBO, c'est le dirigeant-garant, qui est le mieux placé pour connaître d'un éventuel préjudice. Il conviendra donc de modifier en conséquence la procédure.

En outre, il est également possible d'imposer au dirigeant d'informer un représentant ad hoc de tout fait susceptible de mettre en jeu la garantie.

Aux termes de cette première analyse, nous avons pu clairement envisager la complexité du rôle du dirigeant dans la promotion d'une opération de LBO et dans la valorisation de

---

<sup>66</sup> CA Rouen 21 juin 1957 D1957p628



sa participation à ce projet. Pourtant, au-delà de la promotion proprement dite et du démarrage du montage, le cours même de l'opération laisse percevoir d'autres difficultés qui se cristallisent principalement dans la répartition des pouvoirs entre les différents intervenants.

## **Partie 2 : La répartition du pouvoir**

(Non reproduite dans cette version)