

LE CAPITAL- INVESTISSEMENT

GUIDE JURIDIQUE ET FISCAL

6^e ÉDITION
2020

François-Denis Poitrinal

Avec la collaboration de
Guillaume Grundeler

Propos liminaires de **Bruno Le Maire**

Préface de **Dominique Gaillard**

Postface de **Caroline Coupet**

LE CAPITAL-INVESTISSEMENT

Guide juridique et fiscal

Sixième édition

ISBN : 978-2-86325-992-4
Code Géodif : G0070847

Diffusé par les Éditions d'Organisation, 1, rue Thénard, 75240 Paris Cedex 05.
Copyright © 2020. RB Édition, 18, rue La Fayette – 75009 Paris.
www.revue-banque.fr

Toute reproduction, totale ou partielle, de la présente publication est interdite sans autorisation écrite de RB Édition ou du CFC, conformément aux dispositions du Code de la propriété intellectuelle.

LE CAPITAL-INVESTISSEMENT

Guide juridique et fiscal

Sixième édition

François-Denis Poitrinal

Avocat à la Cour

Avec la collaboration de Guillaume Grundeler

Maître de conférences
Centre de droit économique
Faculté de droit et de science politique
Aix-Marseille Université

Propos liminaires de Bruno Le Maire

Ministre de l'Économie et des Finances

Préface de Dominique Gaillard

Président de France Invest

Postface de Caroline Coupet

Professeur de droit privé
Université Paris 2 Panthéon-Assas

AUTEURS

Diplômé de l'Institut d'Études Politiques de Paris et de l'ESSEC, titulaire d'un DEA Paris-Sorbonne et d'un LL.M. Columbia University Law School, New York, **François-Denis Poitrinal** est spécialisé dans la négociation, la structuration et le financement des opérations de *private equity*, notamment dans des entreprises en difficulté ou retournement.

François-Denis Poitrinal est avocat à la Cour de Paris et au Barreau de New York.

Après 15 ans dans différents cabinets d'avocats à Paris ou à New York, il fut avocat associé, *managing partner* de l'activité juridique de Deloitte & Touche juridique et fiscal (Taj Avocats) de 2000 à 2005. Il a ensuite animé une société d'investissement et développé une activité de reprise d'entreprise et d'investissement dans l'industrie.

Il est, depuis 2014, Président du Conseil de surveillance de Neopar, une société d'investissement spécialisée dans la reprise et le retournement d'entreprises en difficulté.

Auteur de nombreux articles sur les problématiques de l'investissement et du droit des sociétés, et de l'ouvrage *La révolution contractuelle du droit des sociétés – Acte 2, vers l'entreprise citoyenne*, RB Édition, 2019.

Guillaume Grundeler est maître de conférences à l'Université d'Aix-Marseille, où il enseigne le droit des affaires et la comptabilité. Il est membre du Centre de droit économique (EA 4224). Il est l'auteur d'une thèse de doctorat intitulée *L'investissement (étude juridique)*, publiée aux Presses universitaires d'Aix-Marseille en 2017. Aux côtés de Maître Poitrinal, Guillaume Grundeler avait déjà collaboré à la précédente édition de cet ouvrage.

SOMMAIRE

Principales abréviations.....	13
Propos liminaires de Bruno Le Maire.....	21
Préface de Dominique Gaillard.....	23

INTRODUCTION

LE CAPITAL-INVESTISSEMENT

I. Aspects historiques : l'évolution.....	33
SECTION 1 - Les étapes.....	35
SECTION 2 - Les tendances.....	40
II. Aspects sociologiques : les acteurs.....	47
SECTION 1 - Les partenaires.....	49
SECTION 2 - Les investisseurs.....	58
SECTION 3 - Les entrepreneurs.....	81
III. Aspects politiques : les incitations.....	85
SECTION 1 - Les mesures en direction des particuliers.....	88
SECTION 2 - Les mesures en direction des industriels.....	97

PREMIÈRE PARTIE

LE CADRE JURIDIQUE GÉNÉRAL DE L'OPÉRATION

TITRE I. Les structures juridiques de levées de fonds.....	103
Chapitre 1. Les fonds d'investissement alternatifs.....	109
SECTION 1 - Dispositions communes.....	112
SECTION 2 - Règles spécifiques.....	122

Chapitre 2. Les autres véhicules de capital-investissement.....	177
SECTION 1 - La Société de capital-risque	179
SECTION 2 - Les Jeunes entreprises innovantes	190
TITRE II. Les modalités juridiques de l'investissement.....	195
Chapitre 1. La prise de participation	197
SECTION 1 - Les titres offrant un accès immédiat au capital de la société.....	197
SECTION 2 - Les titres offrant une possibilité d'accès à terme au capital de la société.....	222
Chapitre 2. Le recours à l'endettement	233
SECTION 1 - L'emprunt obligataire.....	237
SECTION 2 - Le financement mezzanine.....	242
SECTION 3 - Le <i>Venture Loan</i>.....	248
SECTION 4 - Les éléments clés d'une opération de LBO.....	249
SECTION 5 - Le compte courant d'actionnaire.....	274

DEUXIÈME PARTIE

LE RAPPROCHEMENT ENTREPRENEUR-INVESTISSEUR

LA NÉGOCIATION

TITRE I. La recherche de capital-investisseurs	291
Chapitre 1. Le mandat pour la recherche de capital-investisseurs.....	295
SECTION 1 - Les obligations entre mandant et mandataire.....	295
SECTION 2 - La durée du mandat.....	303
SECTION 3 - Le règlement des litiges entre mandant et mandataire	304
Chapitre 2. La recherche de capital-investisseurs face à certains textes à finalité protectrice	305
SECTION 1 - L'encadrement du démarchage bancaire ou financier	305
SECTION 2 - L'encadrement de l'offre au public de titres financiers.....	310
SECTION 3 - La réglementation de la profession de conseiller en investissements financiers.....	314

LA NÉGOCIATION

TITRE II. La conduite de la négociation	319
--	------------

Chapitre 1. Typologie des intervenants à la négociation	321
--	------------

Chapitre 2. Quelques conseils à l'intention de l'entrepreneur dans sa négociation avec des capital-investisseurs.....	323
--	------------

Chapitre 3. La rupture abusive des négociations	324
--	------------

SECTION 1 - Le caractère fautif de la rupture	326
--	------------

SECTION 2 - Le préjudice subi par la partie évincée	332
--	------------

SECTION 3 - Les précautions à prendre.....	335
---	------------

LE CLOSING

TITRE III. Les garanties de la cession.....	339
--	------------

Chapitre 1. Les recours légaux	343
---	------------

SECTION 1 - Les recours tendant à mettre fin à l'opération de capital-investissement	343
---	------------

SECTION 2 - Les recours tendant à l'indemnisation du capital-investisseur	355
--	------------

Chapitre 2. La garantie conventionnelle (« garantie de passif »)	359
---	------------

SECTION 1 - Le choix du bénéficiaire de la garantie	361
--	------------

SECTION 2 - Le choix du garant	362
---	------------

SECTION 3 - Les déclarations	366
---	------------

SECTION 4 - L'indemnisation.....	369
---	------------

SECTION 5 - La fiscalité de la garantie de passif	385
--	------------

LE CLOSING

TITRE IV. Le pacte d'actionnaires	389
--	------------

Chapitre 1. Les clauses destinées à contrôler la géographie du capital	396
---	------------

SECTION 1 - Les clauses visant à contrôler les cessions d'actions	396
--	------------

SECTION 2 - Les clauses visant à prémunir l'investisseur contre le risque de dilution de sa participation.....	406
---	------------

Chapitre 2. Les clauses destinées à organiser les pouvoirs de l'investisseur	409
<hr/>	
SECTION 1 - La clause d'information.....	409
SECTION 2 - Les clauses de consultation préalable et d'autorisation préalable.....	410
SECTION 3 - Les clauses d'ingérence limitée.....	412
SECTION 4 - Les clauses organisant la présence des investisseurs dans les organes de la société.....	412
Chapitre 3. Les clauses destinées à garantir la fidélité de l'entrepreneur	414
<hr/>	
SECTION 1 - La clause « homme clé ».....	415
SECTION 2 - La clause d'inaliénabilité.....	416
SECTION 3 - La clause de non-concurrence.....	418
Chapitre 4. Les clauses destinées à aménager la sortie des associés	423
<hr/>	
SECTION 1 - La clause de rachat.....	423
SECTION 2 - La clause de retrait.....	424
SECTION 3 - La clause de <i>buy or sell</i>	424
SECTION 4 - La clause de sortie conjointe.....	426
SECTION 5 - La clause de sortie prioritaire.....	428
SECTION 6 - La clause de sortie pactée.....	428
 LE CLOSING	
TITRE V. L'alternative au pacte d'actionnaires : clauses statutaires et actions de préférence	429
Chapitre 1. Les avantages et modalités de l'utilisation des statuts	431
<hr/>	
SECTION 1 - Les avantages des statuts par rapport au pacte extrastatutaire...	431
SECTION 2 - Les modalités de stipulation statutaire.....	436
Chapitre 2. Les différents privilèges et dispositifs statutaires	438
<hr/>	
SECTION 1 - Privilèges financiers.....	438
SECTION 2 - Privilèges politiques.....	444
SECTION 3 - Clauses statutaires destinées au contrôle de la géographie du capital.....	449

TROISIÈME PARTIE

LE PARTENARIAT ENTREPRENEUR-INVESTISSEUR

LE PARTENARIAT DANS LA DURÉE

TITRE I. La protection légale des minoritaires.....	457
Chapitre 1. Les droits à l'information des minoritaires.....	459
<hr/>	
SECTION 1 - L'information interne.....	459
SECTION 2 - L'information par décision de justice.....	462
Chapitre 2. La participation aux décisions collectives.....	469
<hr/>	
SECTION 1 - Les pouvoirs des minoritaires au sein de l'assemblée générale de la SA.....	469
SECTION 2 - Les pouvoirs des minoritaires dans les décisions collectives de la SAS.....	475
Chapitre 3. Les actions judiciaires de mise en cause.....	477
<hr/>	
SECTION 1 - L'action contre les dirigeants.....	477
SECTION 2 - L'action contre les majoritaires.....	482
SECTION 3 - L'action contre les commissaires aux comptes.....	488
Chapitre 4. La limite : l'abus de minorité.....	489
<hr/>	
SECTION 1 - Les éléments constitutifs de l'abus de minorité.....	489
SECTION 2 - Les sanctions de l'abus de minorité.....	493
LE PARTENARIAT DANS LA DURÉE	
TITRE II. Les risques liés à l'implication des minoritaires dans la gestion.....	497
Chapitre 1. La responsabilité dans la société <i>in bonis</i>.....	500
<hr/>	
SECTION 1 - La responsabilité du dirigeant de droit.....	500
SECTION 2 - La responsabilité du dirigeant de fait.....	519
SECTION 3 - La responsabilité de l'actionnaire.....	522
Chapitre 2. La responsabilité dans la société en procédure collective.....	524
<hr/>	
SECTION 1 - La responsabilité pour insuffisance d'actif.....	524
SECTION 2 - La faillite et l'interdiction de gérer.....	533
SECTION 3 - La banqueroute.....	541

Chapitre 3. Les précautions à prendre.....	548
SECTION 1 - Faire preuve de diligence.....	548
SECTION 2 - Penser à l'assurance responsabilité civile.....	550
SECTION 3 - Réaliser le difficile équilibre entre la confiance et la sécurité.....	553
LE PARTENARIAT DANS LA DURÉE	
TITRE III. Mesures spéciales d'incitation du management :	
le « <i>Management Package</i> ».....	555
Chapitre 1. Les mécanismes légaux.....	557
SECTION 1 - Les <i>stock-options</i>.....	557
SECTION 2 - Les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise.....	574
SECTION 3 - Les actions gratuites.....	581
Chapitre 2. Les mécanismes purement contractuels.....	590
SECTION 1 - Le « co-investissement ».....	590
SECTION 2 - La clause de <i>earn out</i>.....	595
L'ISSUE DUPARTENARIAT	
TITRE IV. La sortie de l'investisseur par cession de gré à gré.....	611
Chapitre 1. Typologie des acquéreurs potentiels.....	614
SECTION 1 - L'industriel.....	615
SECTION 2 - Le financier.....	615
SECTION 3 - L'entrepreneur et les cadres.....	615
SECTION 4 - La société elle-même.....	616
Chapitre 2. Modalités juridiques de la cession.....	617
SECTION 1 - Forme de la promesse unilatérale d'achat.....	617
SECTION 2 - Contenu de la promesse unilatérale d'achat.....	617
SECTION 3 - Effets de la levée de l'option.....	619
Chapitre 3. Information des salariés.....	619
SECTION 1 - L'information sur les modalités d'une reprise.....	619
SECTION 2 - L'information sur l'existence d'un projet de vente.....	620
Chapitre 4. Mise en œuvre de la garantie de passif.....	622
SECTION 1 - Cas où le capital-investisseur cède seul sa participation.....	623

SECTION 2 - Cas où le capital-investisseur participe, avec les majoritaires, à une cession du contrôle de la société	623
L'ISSUE DU PARTENARIAT	
TITRE V. L'introduction en Bourse	625
Chapitre 1. Le choix du marché	628
SECTION 1 - Euronext (ex-Eurolist)	629
SECTION 2 - Euronext Growth (ex-Alternext)	635
SECTION 3 - Euronext Access (ex-Marché Libre)	639
Chapitre 2. Les modalités contractuelles de l'introduction	642
SECTION 1 - La répartition capital-investisseur/majoritaires	642
SECTION 2 - La convention d'introduction	642
SECTION 3 - Le contrat de placement	643
SECTION 4 - Le contrat de liquidité	644
L'ISSUE DU PARTENARIAT	
TITRE VI. Le traitement amiable et judiciaire des difficultés de l'entreprise	647
Chapitre 1. Les procédures de traitement amiable des difficultés des entreprises	652
SECTION 1 - Le mandat <i>ad hoc</i>	652
SECTION 2 - La conciliation	655
Chapitre 2. La procédure de sauvegarde	659
SECTION 1 - La sauvegarde ordinaire	660
SECTION 2 - La sauvegarde accélérée	690
Chapitre 3. L'entreprise en redressement judiciaire	695
SECTION 1 - L'ouverture	695
SECTION 2 - La période d'observation	704
SECTION 3 - Le plan de redressement	709
Chapitre 4. L'entreprise en liquidation judiciaire	729
SECTION 1 - Les règles spécifiques distinguant la liquidation immédiate de la liquidation après période d'observation	730
SECTION 2 - Les règles communes de la liquidation judiciaire	736

Bibliographie générale.....	749
<hr/>	
Index alphabétique.....	767
<hr/>	
Postface de Caroline Coupet	781
<hr/>	

PROPOS LIMINAIRES

La sortie d'une sixième édition du *Guide juridique et fiscal du capital-investissement* confirme le succès croissant de ce bel ouvrage. Toute la pédagogie de François-Denis Poitrinal se déploie au cours des pages qui suivent pour décrire et expliquer les facettes d'un mode de financement des entreprises original, distinct du crédit bancaire et de l'appel aux marchés financiers.

Le capital-investissement agit comme un véritable accélérateur du développement des entreprises et est à l'origine de nombreux succès entrepreneuriaux : des sociétés françaises ont vu leur taille doubler, voire tripler, en moins d'une décennie grâce à la présence d'un fonds à leur capital. Les fonds de capital-investissement permettent de franchir les étapes décisives de la vie d'une entreprise, de son amorçage à son internationalisation.

L'apport du capital-investissement ne saurait se cantonner au domaine du financement, et la mission des fonds est à ce titre passionnante : faire confiance à des porteurs de projets entrepreneuriaux, investir pour développer, faire grandir des équipes. Un actionariat professionnel facilite l'acquisition de compétences pour le management et permet l'impulsion de réorientations stratégiques.

La France peut être fière d'avoir su développer une industrie du capital-investissement robuste et dynamique. En 2018, l'activité soutenue du capital-investissement français traduit la vitalité de cette industrie. Ce sont en effet près de 19 Md€ qui ont été collectés au cours de l'année par les équipes françaises de *private equity*, montants qui ont été par la suite investis dans plus de 2 200 entreprises, dont 84 % situés en France. Cette collecte souligne l'intérêt croissant des investisseurs institutionnels et privés, français et étrangers, pour le financement en capital des entreprises non cotées. Les investisseurs l'apprécient car il donne du sens à leur investissement, tout en permettant de financer le tissu de PME françaises et européennes et de fournir de nouveaux leviers de performance.

Nous nous félicitons de ce dynamisme. Il s'accompagne, en parallèle, de la reconnaissance de la France comme acteur incontournable du capital-innovation en Europe. Car nous devons investir et innover davantage, en valorisant la prise de risque et l'audace entrepreneuriale. C'est pourquoi nous nous félicitons du succès des initiatives de la « French Tech » et de la parution du French Tech 120, indice consacrant nos champions de demain. À cela s'ajoute l'engagement en septembre 2019 de la part de grands investisseurs institutionnels de consacrer 6 Md€ au financement des entreprises technologiques, cotées et non cotées, étape importante dans la structuration d'un écosystème français du financement de l'innovation.

Pour soutenir notre croissance de long terme, il faut également donner aux entreprises la capacité de se déployer, d'investir, de créer des richesses le plus facilement possible.

À ce titre, la loi du 22 mai 2019 sur la croissance et la transformation des entreprises (PACTE) poursuit un objectif majeur : libérer la capacité de nos entreprises à grandir,

à innover, à se digitaliser, à exporter, à retrouver un esprit de conquête. Le constat est simple : les entreprises ont besoin de simplicité et de visibilité.

Avec cette loi, nous avons voulu accélérer la transformation économique de notre pays, permettre à nos entreprises qui sont encore trop petites de croître dans un environnement international toujours plus concurrentiel et donner aux Français les emplois dont ils ont besoin.

Nous avons donc levé une série de complexités et de lourdeurs administratives limitant leur capacité de développement, telles que les obligations liées aux seuils d'effectifs qui ont été largement allégées ou la transmission d'entreprise qui a été simplifiée.

Financer les entreprises implique de mieux faire travailler notre épargne : l'investissement des Français dans l'économie réelle reste faible, et c'est pour cette raison que nous avons depuis 2017 engagé une transformation puissante du paysage de l'épargne française. À travers la loi PACTE, nous avons cherché à mobiliser l'épargne des Français au profit du financement de l'économie réelle. C'est l'objectif de la modernisation de l'épargne retraite, des flexibilités accrues apportées au plan d'épargne en actions, ou encore du développement de l'assurance-vie en unités de compte et de l'Eurocroissance, que nous avons portés dans ce texte.

Sans la mobilisation de cette épargne et l'action du capital-investissement, il sera difficile pour nos entreprises de faire face aux investissements indispensables pour répondre aux défis à venir, notamment le développement d'une croissance verte ou les enjeux de l'économie numérique. Ces besoins d'investissement sont gigantesques, et en l'absence de capitaux pour les financer, nous serons bien en peine d'y répondre.

Si le capital-investissement est souvent méconnu, ce sont pourtant les financements en fonds propres qui permettent la croissance et l'innovation de nos entreprises. Le capital-investissement laisse place à la liberté des acteurs et fait appel à leur sens de la responsabilité. Il est un ami du long terme et permet aux entreprises de se concentrer sur leurs relais de croissance, notamment l'innovation et la conquête de l'international. C'est une condition nécessaire pour créer et accompagner les champions de demain.

C'est dans le cadre de cette nécessaire pédagogie que s'inscrit la sixième édition de cet ouvrage, qui décrypte aussi simplement que possible les outils juridiques et fiscaux du capital-investissement.

Bonne lecture à tous !

Bruno Le Maire
Ministre de l'Économie et des Finances

PRÉFACE

Dans cet environnement de taux bas qui semble s'inscrire durablement dans le paysage économique européen, le capital-investissement prouve, année après année, qu'il est de loin la classe d'actifs ayant les meilleures performances, alors que sa volatilité est faible.

En conséquence, de plus en plus d'acteurs économiques et d'investisseurs décident, chaque année un peu plus, d'attribuer une part grandissante de leurs allocations à cette classe d'actifs. C'est bien sûr le cas des fonds de pension, tant américains que japonais, coréens, chiliens, colombiens que des fonds souverains (asiatiques et moyen-orientaux), des assureurs, et plus récemment des *family offices* et des HNWI¹.

La France, bénéficiant d'une performance excellente des acteurs du capital-investissement, mais aussi d'un environnement fiscal, législatif et même psychologique très nettement plus favorable, parvient à attirer facilement des capitaux importants sur ce segment : pour la première fois en 2018, plus de 50 % des montants levés l'ont été auprès d'investisseurs non français, sur cette classe d'actifs.

Et ceci est vrai dans chaque segment du *Private Equity* : le capital-innovation, le capital-développement, le *buy-out* de même que la dette privée, l'infrastructure et les fonds de fonds. Le poids du capital-investissement dans l'économie française s'en trouve renforcé. Ainsi, en 2018, 7 765 entreprises étaient soutenues par des acteurs du capital-investissement, membres de France Invest, et ce sont 74 600 emplois nets créés, par les entreprises dont nos membres sont actionnaires, à comparer à 145 000 emplois nets créés en France sur la même période.

Le poids économique, social, politique du capital-investissement est devenu majeur pour l'économie française – et en particulier pour l'économie des Territoires – puisque 40 % de nos investissements sont à destination du secteur industriel, massivement localisé dans nos régions.

Et c'est tout le crédit de François-Denis Poittrinal de donner aux uns et aux autres les clés de fonctionnement de notre monde au travers de la 6^e édition de son guide juridique et fiscal du capital-investissement. Qu'il en soit remercié !

Dominique Gaillard

Président de France Invest

1. *High Net Worth Individuals.*