

GALION 

GUIDE DE L'EXIT
COMMENT RÉUSSIR
SA CESSION



EDMOND
DE ROTHSCHILD



Agathe WAUTIER

CO-FONDATRICE & CEO

GALION 

RÉUSSIR SA CESSION : UN ENJEU MAJEUR

2021 a été une année record pour les fusions et acquisitions en Europe¹ : les transactions ont augmenté de 100% en valeur et de 49% en volume par rapport à 2020. Et, sur le plan sectoriel, la Tech représenterait 20% des transactions de M&A dans le monde sur les 9 premiers mois de l'année.²

Ces chiffres sont réjouissants : ils prouvent la solidité du modèle de financement de la Tech par les VC - qui repose sur le principe de la cession - et encouragent ceux-ci à financer encore plus largement les start-up. Ils montrent aussi que, dans un monde dont la digitalisation s'est accélérée avec la pandémie, les start-up sont devenues, grâce à leur capacité d'innovation, des moteurs incontestés de la croissance.

Mais ces chiffres enthousiasmants ne doivent pas cacher une autre réalité : au-delà de la mythologie flamboyante de l'exit dans l'écosystème Tech, réussir une cession reste un exercice difficile et exigeant, et un enjeu majeur.

Pour le fondateur ou la fondatrice de l'entreprise cédée, la vente de son entreprise cristallise des années de travail et d'engagement et peut changer radicalement ses perspectives personnelles et professionnelles.

Pour les actionnaires ensuite, parce qu'elle leur permet de réaliser leur investissement

et de valider la confiance qu'ils ont mise plusieurs années auparavant dans les perspectives de croissance d'une petite start-up.

Pour l'acquéreur bien sûr, à qui elle permettra d'accélérer sa croissance. La cession n'est d'ailleurs pas que l'affaire de grands groupes. Voir de plus en plus de scale-up racheter de petites entreprises avec l'ambition affichée de devenir leader de leur secteur est un signe enthousiasmant de la vitalité et de la maturité croissante de l'écosystème Tech français.

Enfin, la cession est bien sûr un enjeu crucial pour l'entreprise elle-même et ses équipes, qu'elle inscrive ainsi dans une nouvelle dynamique de croissance. Vendre son entreprise n'est pas que l'aboutissement de l'aventure entrepreneuriale : c'est aussi le début d'un nouveau chapitre. L'intégration chez l'acquéreur reste d'ailleurs un enjeu stratégique, et il est de la responsabilité de l'entrepreneur de réussir aussi cette étape.

Ce qui se joue avec la réussite des cessions de start-up, c'est la pérennisation de l'histoire que raconte la French Tech : sa capacité à créer des géants mondiaux, capables de servir l'innovation et définir les standards du monde de demain.

Pour tous ces enjeux, et parce que la mission du Galion est d'accompagner les fondateurs et fondatrices à toutes les étapes de leur vie d'entrepreneur, nous avons choisi d'en faire un guide en nous appuyant sur l'expérience des membres du Galion et sur l'expertise de notre partenaire Edmond de Rothschild. Nous espérons qu'il aidera celles et ceux qui souhaitent s'engager sur ce chemin.

¹ Rapport Datasite réalisé en partenariat avec Mergermarket en décembre 2021

² Global M&A in 2021 set to be biggest ever year - Refinitiv Perspectives



Renzo EVANGELISTA

PRÉSIDENT DU DIRECTOIRE
EDMOND DE ROTHSCHILD FRANCE



Arnaud PETIT

PRÉSIDENT
EDMOND DE ROTHSCHILD CORPORATE FINANCE

S'ENGAGER POUR BÂTIR VOTRE AVENIR

Intuition, audace, persévérance et impact, toute cette énergie et ces convictions entrepreneuriales résonnent profondément avec nos valeurs. Le groupe **Edmond de Rothschild**, 100% familial et indépendant, s'est développé grâce à l'esprit pionnier de ses actionnaires qui ont toujours vu le monde comme un formidable territoire d'innovation. Et si nous soutenons le **Galion**, c'est parce que nous partageons la même vision, le même engagement pour aller plus loin et transformer les projets en succès.

Notre approche est pragmatique. Nous nous projetons dans les défis de demain en restant toujours connectés à l'économie réelle, à votre réalité d'entrepreneur, et celle de votre secteur. Les équipes de banquiers privés, corporate finance, et wealth planning sont là pour vous accompagner avec un conseil global, de vos opérations de haut de bilan jusqu'à la structuration de votre patrimoine. Animés par l'esprit d'entreprendre, nous sommes stimulés par les défis que nous devons relever pour vous, en refusant le statu quo tout en maîtrisant les risques.

La cession est une étape majeure dans votre vie d'entrepreneur comme dans votre vie personnelle. Qu'elle soit motivée par la volonté de saisir une opportunité stratégique pour votre entreprise ou de passer à autre chose, elle soulève de nombreuses questions. D'où l'importance d'être accompagné par des professionnels qui vous aident à anticiper et réussir cette opération, en phase avec vos aspirations. Dans cette publication, qui s'appuie sur les témoignages des entrepreneurs du **Galion**, nous apportons notre expertise technique des différents enjeux inhérents aux opérations de cession.

« *L'audace de bâtir l'avenir* » est notre philosophie et nous avons à cœur de vous aider à bâtir le vôtre.



EDMOND
DE ROTHSCHILD

SOMMAIRE

INTRODUCTION

1. LA PHASE AMONT : ENVISAGER LE DEAL (page 03)

A - VENDRE... OU PAS ?

- 1 - LES MOTIVATIONS
- 2 - LEVÉE DE FONDS VS CESSIION :
DES PROJETS DIFFÉRENTS
- 3 - LE POSITIONNEMENT DE L'ENTREPRISE
GUIDE LA DÉCISIION

B - DÉFINIR SON PROJET

- 1 - ÊTRE AU CLAIR AVEC SOI-MÊME...
- 2 - ...ET ALIGNÉ AVEC SES ASSOCIÉS
CO-FONDATEURS
- 3 - QUEL PROJET POUR L'ENTREPRISE ?
- 4 - QUE CHERCHE L'ACQUÉREUR ?

C - ANTICIPER LA CESSIION EN STRUCTURANT SON ENTREPRISE ET SON PATRIMOINE

- 1 - SOIGNER SON PACTE D'ACTIONNAIRES
- 2 - STRUCTURER L'ENTREPRISE ET SES
INDICATEURS
- 3 - PRÉPARER LES SUJETS PATRIMONIAUX
- 4 - ENTRETENIR DE BONNES RELATIONS AVEC
L'ÉCOSYSTÈME
- 5 - POUVOIR COMPTER SUR UN
MANAGEMENT AUTONOME
- 6 - OFFRIR UN CHEMIN DE CROISSANCE
- 7 - SE PRÉPARER POUR UNE COURSE DE
FOND

2. RÉUSSIR SON DEAL : LE PROCESSUS DE CESSIION (page 19)

A - MAÎTRISER SON PROCESS

- 1 - LA PHASE DE PRÉPARATION
 - A. CONNAÎTRE LA VALORISATION DE
SON ENTREPRISE
 - B. EMBARQUER SES ACTIONNAIRES
 - C. IDENTIFIER ET DÉMINER EN AMONT
LES SUJETS SENSIBLES
- 2 - LES DIFFÉRENTES ÉTAPES DU PROCESSUS
 - A. SUSCITER L'ENVIE POUR OBTENIR
UNE PREMIÈRE OFFRE
 - B. CRÉER LA CONCURRENCE
 - C. SE FAIRE ACCOMPAGNER
 - D. ENTRETENIR LA CONFIANCE

B - OPTIMISER LE DEAL

- 1 - "GARDER LE MOJO"
- 2 - MAÎTRISER LA NÉGOCIATION
 - A. ACCORDER UNE EXCLUSIVITÉ AU
BON MOMENT
 - B. SÉCURISER LES PRINCIPAUX TERMES
DE L'OPÉRATION
 - C. BIEN DÉFINIR LA GOUVERNANCE ET
L'ORGANISATION CIBLE
- 3 - CHOISIR SON ACQUÉREUR

3. L'AVAL : FAIRE DE L'OPÉRATION UN SUCCÈS (page 37)

A - SOIGNER LA COMMUNICATION AUX ÉQUIPES

- 1 - CONFIDENTIALITÉ VS TRANSPARENCE
- 2 - PARTAGER LA VISION

B - L'INTÉGRATION : UN CHANTIER STRATÉGIQUE

- 1 - UNE ÉQUIPE OU UN PROCESS DÉDIÉ
- 2 - ANTICIPER LES DÉPARTS
- 3 - RÉVOLUTION CULTURELLE ?

C - UN NOUVEAU CHAPITRE

- 1 - L'APRÈS-LUNE DE MIEL
- 2 - CHANGER DE PERSPECTIVE

CONCLUSION : PRÉPARER LE RESTE DE SA VIE

« Faire un exit » reste dans l'écosystème Tech un vrai symbole de maturité pour le fondateur ou la fondatrice d'une start-up. Le signe qu'il ou elle est parvenue à créer une entreprise, la développer, puis la céder, bouclant un cycle de vie qui lui donne à la fois le prestige de la réussite entrepreneuriale, un capital financier significatif et la liberté d'entamer un nouveau chapitre de sa vie.

Mais réussir cette étape se révèle le plus souvent un processus délicat, à la fois techniquement et psychologiquement : cela exige du fondateur ou de la fondatrice un investissement total et a des conséquences personnelles et professionnelles majeures sur sa vie future.

L'« exit » (ou « sortie ») est le terme favori des investisseurs financiers, qui y voient bien sûr l'opportunité de sortie du capital, idéalement en réalisant une plus-value attractive. Concernant les fondateurs, parler de « cession » est cependant plus exact car céder le contrôle de sa start-up, voire l'intégralité du capital, à un acquéreur industriel, concurrent, ETI ou grand groupe, ne signifie pas forcément quitter le navire, loin s'en faut.

Cet article se focalise sur la cession à un acquéreur industriel, et sur ses spécificités par rapport à d'autres formes d'exit comme celles auprès d'un fonds de private equity, notamment au travers d'un LBO, ou encore l'introduction en Bourse.

1.

LA PHASE AMONT : ENVISAGER LE DEAL

La cession est une opération complexe qui s'anticipe longtemps à l'avance. Dans le modèle des entreprises Tech financées par des VC, cette cession future est même inscrite dès sa création dans les gènes de la société. Quelles sont les questions à se poser pour mûrir son projet et comment se préparer pour en faire un succès ?

A - VENDRE...OU PAS ?

1 - LES MOTIVATIONS

Il y a bien des raisons d'envisager une cession.

De manière objective, la question de la cession se pose souvent du fait d'une évolution du marché, d'une rupture technologique ou d'une structuration du secteur : le fondateur ou la fondatrice peut souhaiter valoriser auprès d'un acquéreur une position stratégique acquise par sa société ; ou renforcer les perspectives de croissance de son entreprise en se rapprochant d'un plus gros acteur à l'occasion de la consolidation du marché. Enfin, la cession peut être motivée par des raisons actionnariales, si l'un des cofondateurs ou investisseurs financiers souhaite sortir et réaliser la valeur créée par la société.

Il y a aussi des motivations qui tiennent à l'entrepreneur lui-même : sentiment qu'il faut une autre personne et d'autres compétences pour emmener l'entreprise au prochain seuil de développement, souhait de faire un cash-out, usure après des années d'un investissement total... En termes de maturité de l'entreprise, la question de la vente se pose le plus souvent après quelques années, au terme d'une série A ou en amorce d'une série B. « *C'est assez naturel puisque c'est durant cette phase que l'on répond à la question cruciale : quelle est la meilleure façon de scaler ? Et comment va-t-on créer le plus de valeur ?* » justifie Clémentine Lalande, qui a vendu Once Dating en 2021.

Cela peut aussi venir beaucoup plus tard dans la vie de la société, lorsque la phase d'hyper-croissance touche à sa fin et que les principaux actionnaires estiment que la création de valeur est amenée à décélérer ou qu'elle nécessite un nouveau modèle et de nouvelles ressources pour poursuivre sa courbe ascendante.

2 - LEVÉE DE FONDS VS CESSIION : DES PROJETS DIFFÉRENTS

Pourquoi faire une cession plutôt qu'une levée de fonds ? Le choix n'est pas toujours évident pour les entrepreneurs, au moment où les liquidités abondent et où la concurrence entre fonds d'investissement est féroce.

Le projet n'est tout simplement pas le même. Lors d'une levée, un fonds d'investissement va apporter des financements, mais aussi diluer les fondateurs au capital et entraîner une forte exigence de rentabilité, sur un temps relativement court : « *On oublie trop souvent que quand on lève, on re-dilue de 20 à 30%, ce qui signifie qu'il faut créer au moins autant de valeur en plus,* » rappelle Hélène Mérillon, fondatrice de Youboox, l'appli de lecture revendue à Nextory en octobre 2021. En contrepartie, l'entrepreneur restera indépendant et maître de sa stratégie, mais il ou elle devra se réengager sur une période de 3 à 4 ans.

“ **La levée de fonds et la cession sont 2 modèles complètement différents : le premier est complètement pro-actif, alors que dans le deuxième on est passif... au moins en apparence ! C'est le projet de l'entreprise qui va déterminer si on préfère la levée ou la cession.** ”



Jean-Baptiste RUDELLE

Kiwee (K-Mobiles), spécialisée dans les jeux par SMS, Sonneries et logos

-Cession avec earn-out interrompu à American Greetings en 2004
-50 employés au moment de la cession

Less, application de co-voiturage urbain

-Cession à BlaBlaCar en avril 2018
-20 employés au moment de la cession

Un acquéreur industriel, lui, est en mesure d'apporter une large palette de synergies opérationnelles à même de permettre à l'entreprise d'accélérer son développement : l'accès à son marché, la crédibilité et la notoriété de sa marque, une dimension internationale, un réseau de distribution, des complémentarités techniques et humaines, et beaucoup d'autres choses encore. Ainsi, rejoindre Nextory, concurrent suédois déjà implanté dans plusieurs pays d'Europe et qui souhaitait pénétrer le marché français, permet à Youboox d'atteindre un seuil auquel l'entreprise n'avait ni les moyens ni le temps d'accéder rapidement. Une étape indispensable, au moment où la concurrence se structurait rapidement autour d'acteurs puissants, dont Amazon et de grands groupes d'édition. « *C'est une question de momentum de marché,* » ajoute Hélène. « *Pour nous, il était plus créateur de valeur pour les actionnaires, l'entreprise et les équipes d'étudier un rapprochement. C'était la meilleure option stratégique.* »

Une tentation fréquente est de réaliser un « dual-track », c'est-à-dire mener en parallèle un processus de cession et une levée de fonds, et c'est une solution souvent suggérée par les banquiers d'affaires. Une stratégie qui, à première vue, permet de garder toutes les options ouvertes. Néanmoins, ce type de processus est à mener avec précaution afin de ne pas envoyer de mauvais signaux aux investisseurs financiers. Les VC, en particulier, peuvent être réticents à financer une start-up dont les fondateurs sont déjà engagés dans un processus de vente, car ils peuvent interpréter la décision de vendre comme un manque de motivation et d'engagement de la part de ces derniers dans le développement futur de la société... des éléments essentiels dans leur décision d'investir.

3 - LE POSITIONNEMENT DE L'ENTREPRISE GUIDE LA DÉCISION

Au final, rappelle Frédéric Potter qui a fait plusieurs cessions (Cirpack vendu à Thomson en 2005 et Netatmo à Legrand en 2018), « *c'est le positionnement de l'entreprise sur son marché qui motive la décision de vendre.* » On distingue plusieurs cas de figure :

1 — L'entreprise est en hyper-croissance et domine son marché, auquel cas rien ne presse de vendre. Continuer à lever des fonds pour accélérer le développement paraît dans ce cas la voie la plus naturelle et prometteuse pour accélérer le développement et garder la place de leader. Si l'entreprise est très bien positionnée dans un secteur bien valorisé en bourse, par exemple un modèle SAAS bien établi, l'introduction en bourse (ou Initial Public offering) peut se révéler l'option la plus adaptée (**voir à ce sujet le Guide de l'IPO publié par The Galion Project**).

2 — L'entreprise est en hyper-croissance mais n'est pas leader d'un marché qui se structure rapidement. La cession à un concurrent ou un grand groupe devient très pertinente, sous peine de voir l'entreprise distancée par les gros acteurs du secteur puisque « *the winner takes it all* ».

Autre cas de figure, plus offensif : l'entreprise peut offrir à un éventuel acquéreur en passe de dominer le marché un atout suffisamment rare et stratégique pour lui permettre de franchir une étape décisive, auquel cas la cession est toute indiquée. Raphaël Compagnon, Directeur Exécutif en charge du Tech & Digital chez Edmond de Rothschild Corporate Finance, complète : « *pour une société qui a atteint la rentabilité, une sortie auprès d'un fonds de private equity peut être envisagée, par exemple via une opération de LBO (« Leverage Buy Out »).* »

« *Le choix dépend du marché sur lequel l'entreprise est la mieux valorisée,* » explique Frédéric. Mais aussi, bien sûr, des leviers et du marché qui permettront de maximiser la création de valeur future de la société.

Reste que « *décider de vendre peut être très difficile,* » confie Hélène Mérillon, « *en tant que fondateur, on manque de recul sur son entreprise, son produit et on a envie de garder le contrôle. Le Board (ou conseil d'administration) est important pour aider à mettre de côté le lien émotionnel avec son entreprise et choisir la bonne stratégie de croissance : celle qui créera le plus de valeur pour la société.* »

B - DÉFINIR SON PROJET

1 - ÊTRE AU CLAIR AVEC SOI-MÊME...

Première étape : « *quand on vend sa boîte, il faut commencer par définir clairement ses objectifs pour savoir ce que l'on va demander à l'acquéreur,* » conseille Edouard Morhange, co-fondateur d'Epicery, revendue à Géopost en 2021. Partir de soi, de ses envies et de ses projets, est incontournable : à quoi aspire-t-on et de quoi a-t-on besoin, y compris en termes de constitution d'un patrimoine personnel ? Est-ce que l'on veut vendre son entreprise pour continuer à la développer dans un grand groupe ? Si oui, s'agit-il d'une transition de 2 ou 3 ans ou d'une implication à long terme ? Ou bien l'objectif est-il de valoriser financièrement les années passées à développer sa start-up pour avoir la liberté de partir sans attendre vers de nouvelles aventures ?

Ces questions, essentielles, déterminent tout le reste de l'opération : la structuration du deal financier, l'autonomie du fondateur et la gouvernance mise en place après le deal, le profil de l'acquéreur... Mieux vaut par exemple négocier un prix moins élevé mais versé entièrement au moment de la vente si on veut partir au plus tôt, alors qu'on préférera un mix cash/actions, éventuellement avec un complément de prix (ou earn-out) si l'on se projette à long terme chez l'acquéreur après la cession

2 - ...ET ALIGNÉ AVEC SES ASSOCIÉS CO-FONDATEURS

Partager avec son associé une même vision de son entreprise semble une évidence, mais c'est un point sur lequel on n'insiste pas assez à la création d'une entreprise, remarque Nicolas Reboud, co-fondateur de Shine, revendue à la Société Générale en 2020 : « *C'est comme pour un couple : il faut discuter régulièrement avec son ou ses associés co-fondateurs de ses envies, pour s'aligner sur ce à quoi on aspire : faire une boîte énorme, être rentable, réaliser plusieurs levées...* »

Alexis Teplitchi (co-fondateur d'AssessFirst, qui a revendu à Capza Growth Tech dans le cadre d'un LBO) renchérit : « *Quand on monte une boîte, on ne réfléchit pas forcément à l'exit car cette échéance paraît très lointaine... alors qu'au contraire, il faudrait idéalement l'aborder tôt et de manière décomplexée avec ses cofondateurs afin de déterminer le montant à partir duquel chacun serait prêt à vendre, pour éviter des frictions et frustrations si un acquéreur se manifeste.* »



Frédéric POTTER

CIRPACK, centraux téléphoniques pour opérateurs télécoms

- Cession complète à Thomson en 2004 pour 82M€ avec earn-out uniquement basé sur la performance de l'action pour l'acquéreur.
- Earn-out obtenu après 2 ans : 0€.
- 160 employés au moment de la cession

Netatmo, accessoires dans le domaine de la maison intelligente

- Cession complète à Legrand en 2018 pour un montant confidentiel avec earn-out basé sur une combinaison de la performance de l'action de l'acquéreur et des performances intrinsèques de la société vendue.
- Earn-out obtenu entièrement.
- 250 employés au moment de la cession

“ **Vendre sa société est très souvent un marathon qui va durer quelques mois et non un sprint de quelques semaines : il faut arriver sur la ligne de départ en grande forme et ultra préparé, avoir bien en tête le déroulé de la course, pouvoir s’y consacrer à 100% et tenir sur la durée !** ”

3 - QUEL PROJET POUR L'ENTREPRISE ?

Même exercice à propos de l'entreprise : qu'est-ce que l'on veut conserver à tout prix et qu'est-ce que l'on est prêt à voir évoluer ? Pour répondre à quelle stratégie ? Est-il important aux yeux du fondateur ou de la fondatrice que la marque soit préservée en tant que telle ou pas ? L'objectif principal est-il de se développer à l'international, de s'implanter sur un nouveau segment de marché, de s'accoter à un réseau de distribution... ?

Autant de points stratégiques à déterminer en amont, pour identifier l'acquéreur le plus en phase avec son projet, mais aussi pour être au clair sur le projet que l'on souhaite lui vendre. Car une cession n'est pas seulement la vente d'une entreprise : c'est aussi celle de sa trajectoire future.

4 - QUE CHERCHE L'ACQUÉREUR ?

Côté acquéreur, explique Jean Moreau, qui a fait 3 acquisitions pour Phenix, « *une bonne cible, c'est soit un concurrent direct, ce qui permet de racheter une base de clients et d'éliminer de la concurrence ; soit un complément de produit, pour gagner du temps sur du time to market plutôt que de re-développer un produit en interne ; soit, enfin, reprendre une entreprise pour ses équipes, pour accélérer dans un moment où le recrutement est un problème.* »

Dans le jargon du M&A, on parle de « scope-deal » (jouer la complémentarité en terme géographiques, technologiques ou de typologie de clients pour élargir son cœur de métier ...), « scale-deal » (racheter un concurrent pour grandir sur son marché ou entrer sur un nouveau marché et faire des économies d'échelle) et « acqui-hire » (acquérir des talents).

Trois leviers d'accélération pour l'acquéreur, auquel on peut ajouter la dimension de communication financière : un grand groupe peut chercher à acquérir une start-up pour redorer son image d'innovation auprès de ses actionnaires et moderniser une image un peu trop traditionnelle. Attention donc à bien comprendre le plus en amont possible les motivations réelles du potentiel acquéreur, et son projet pour l'entreprise : cela permet de mieux anticiper la négociation à venir et d'éviter les malentendus sur la stratégie d'intégration.

“ Réussir son exit s'anticipe tant sur le plan personnel que professionnel et exige un alignement total avec ses associés ! Ne négligez pas la piste du LBO, une forme d'exit alternative à la cession à un corporate si votre boîte est rentable. ”



Alexis TEPLITCHI

AssessFirst, solution de recrutement
- Cession via LBO sans earn-out à Capza Growth Tech en juin 2021
- 100 employés au moment du départ

C - ANTICIPER LA CESSION EN STRUCTURANT SON ENTREPRISE ET SON PATRIMOINE

De l'avis des membres du Galion interrogés, créer une entreprise dans le seul but de la vendre est contre-productif. « *La stratégie de vendre à 4 ou 5 ans, ça ne marche pas : cela biaise les décisions d'exécution. Alors qu'un beau business aura toujours des acquéreurs,* » estime Rachel Delacour. Reste que la cession est un scénario qui peut se concrétiser à tout moment. Gérer au mieux ce processus, qui se révèle le plus souvent long et complexe, exige de se préparer bien en amont. Voici un certain nombre de prérequis pour aborder cette étape de la manière la plus sereine possible :

1 - SOIGNER SON PACTE D'ACTIONNAIRES

d'actionnaires. Dès sa création, il faut avoir en tête que la sortie est une option possible et donc en tenir compte dans la structure actionnariale mise en place. En particulier, il faut éviter de trop complexifier sa captable, voire la simplifier de manière proactive. Ne pas avoir à aligner 50 actionnaires le jour où un projet de cession se présente permettra un précieux gain de temps et d'énergie... et rassurera de potentiels acquéreurs !

Autre écueil fréquent, rappelle Jean-Baptiste Rudelle : « *le fondateur qui part et reste actionnaire dormant : au moment de la cession, cela peut donner une situation paradoxale où il va toucher autant que ceux qui sont restés !* »

Enfin, il faut bien s'assurer que les mécanismes de liquidation préférentielle (« liquid pref ») en place sont cohérents. Pour éviter des renégociations difficiles entre actionnaires au moment critique d'un processus de vente, il est prudent de procéder, lors de la rédaction du pacte d'actionnaires, à des simulations de scénarios de sortie pour vérifier que tout le monde a bien la même compréhension. Lorsque différents niveaux de préférences s'empilent, le mécanisme peut en effet vite devenir très complexe. Parfois cela peut aller jusqu'à créer des discontinuités dans les montants touchés par différents actionnaires en fonction de la valorisation de l'entreprise, ce qui ne contribue pas à la sérénité des discussions. Sur tous les sujets relatifs au Pacte d'actionnaires et notamment les mécanismes de liquidation préférentielle, (voir la **Term Sheet** proposée par le Galion).



Nicolas Reboud

Shine, compte pro pour les petites entreprises et les indépendants
-Cession avec earn-out à la Société Générale en juin 2020
-60 employés au moment de la cession

“ **Avoir de bons directeurs financiers et avocats dès le jour 1 est un impératif pour bien préparer l'avenir. Il faut garder l'entreprise au carré en termes de secrétariat juridique et de reporting financier.** ”



2 - STRUCTURER L'ENTREPRISE ET SES INDICATEURS

« Le sujet doit être anticipé très en amont car cela aura un impact important dans le processus « Avoir des metrics solides, un reporting structuré, aligner ses prestataires permet de gagner beaucoup de temps sur l'opération, » préconise Victor Wacrenier (co-fondateur d'Appscho, vendu à ReadyEducation en 2021). C'est d'autant plus indispensable que la réactivité de l'entrepreneur aux demandes de l'acquéreur pendant les due diligences sera déterminante pour maîtriser le timing, garder le momentum... et prouver à l'acquéreur la bonne gestion de l'entreprise. Enfin, c'est un pré-requis pour construire une equity-story solide et étayée par des données chiffrées, qui convaincra un potentiel acquéreur.

3 - PRÉPARER LES SUJETS PATRIMONIAUX

La vente de l'entreprise va avoir un impact important sur la vie professionnelle, mais aussi personnelle de l'entrepreneur.

« Il faut préparer l'opération dans son entièreté, » insiste Alexis Teplitchi, « ce qui implique aussi d'anticiper les sujets plus personnels, c'est-à-dire fiscaux, patrimoniaux, organisationnels et même aspirationnels... Il ne faut pas hésiter à solliciter très tôt un conseil expert pour établir un bilan patrimonial complet, et ainsi optimiser la fiscalité du deal en fonction des projets pro/perso que l'on envisage pour soi et sa famille post-exit. » C'est d'autant plus important, rappelle Vincent Aubuchou, directeur de l'ingénierie patrimoniale de Edmond de Rothschild en France, qu'« une bonne structuration patrimoniale en amont de la cession permet de limiter la facture fiscale. » Les spécificités liées à une domiciliation à l'étranger doivent être aussi étudiées avec vigilance en amont. Bref, que la vente soit un succès ou un échec sur le plan financier, la protection de ses intérêts patrimoniaux se prépare.

4 - ENTREtenir DE BONNES RELATIONS AVEC L'ÉCOSYSTÈME

C'est un travail de long terme, qui porte ses fruits le jour où on envisage la cession. Car, rappelle Nicolas Reboud, « on ne sait jamais d'où vient l'acheteur. » Cela peut être un concurrent, un partenaire, un fournisseur, un gros acteur étranger dans un domaine qui n'est pas directement lié au métier de l'entreprise ... D'où l'importance de faire connaître son entreprise et d'entretenir un dialogue régulier avec les autres acteurs de son écosystème. Partenariats, communication, participation à des événements... Tout doit être prétexte à se faire repérer d'un potentiel acquéreur.



5 - POUVOIR COMPTER SUR UN MANAGEMENT AUTONOME

Tous les entrepreneurs le soulignent : le processus de cession est hyper chronophage et requiert du fondateur ou de la fondatrice une disponibilité à 100%. Cela implique d'avoir mis en place en amont un management mature, autonome et de confiance, capable de prendre le relais de l'entrepreneur pour la gestion opérationnelle de la société. C'est aussi un point important pour rassurer l'acquéreur sur le bon déroulement de la phase d'intégration post-cession.

6 - OFFRIR UN CHEMIN DE CROISSANCE

Le point de départ importe moins que les perspectives. Dans un marché de la rencontre déjà très concentré, où les cessions sont rares faute d'acteurs, Clémentine Lalande a réussi à vendre Once Dating, 18 mois après l'avoir reprise. « Le plus important, c'est de pouvoir montrer un chemin de croissance et s'acheter de la sérénité : partir en process avec au moins 12 mois de trésorerie, de la traction sur son marché et la capacité de délivrer de bonnes nouvelles tout du long. 50% du deal c'est de la négociation, donc il vaut mieux être serein pour ne pas être à la merci d'une clé de bras... » Avoir ces voyants au vert est un impératif pour se lancer dans l'opération.

7 - SE PRÉPARER POUR UNE COURSE DE FOND

La recommandation a l'air anecdotique ? La cession est un marathon, pas un sprint : de l'avis général, le processus de vente est long et éprouvant nerveusement. Être bien entouré, par des proches bienveillants et objectifs qui aideront à prendre du recul, et veiller à son hygiène de vie permettra d'amortir l'ascenseur émotionnel dû aux (inévitables) aléas du processus.



STRUCTURATION DE SON PATRIMOINE PROFESSIONNEL AVANT L'AMORCE DU PROCESSUS DE CESSION

Structuration de son patrimoine professionnel avant l'amorce du processus de cession

ANALYSE DE LA SITUATION ET ÉVALUATION DE L'IMPACT FISCAL DE LA VENTE

Le mode de détention de l'entreprise (en direct ou via une société holding) a une forte incidence sur l'imposition immédiate de la plus-value de cession

	CESSION EN DIRECT DES TITRES DE L'ENTREPRISE		VERSUS	CESSION PAR LE HOLDING DES TITRES DE L'ENTREPRISE
	OPTION 1 Principe : Flat tax	OPTION 2 Régime dérogatoire		Régime des plus-values à long terme
	Prélèvement forfaitaire unique 12,8%	Barème l'IR après abattement pour durée de détention : abattement de 85% en cas de détention supérieure à 8 ans (conditions à respecter)		Taxation de la plus-value à hauteur de 12% au taux de l'IS (maximum 25% en 2022)
	+Prélèvements sociaux 17,2%	+Prélèvements sociaux 17,2% Et possibilité de déduire une partie de la CSG en année N+1		
	+Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus : 3% à partir de 250 000€ (personne seule) ou 500 000€ (couple) 4% à partir de 500 000€ (personne seule) ou 1 000 000€ (couple)			
FISCALITÉ	-34%	-27,49%	VERSUS	-3%
NET	-66%	-72,51%		97%

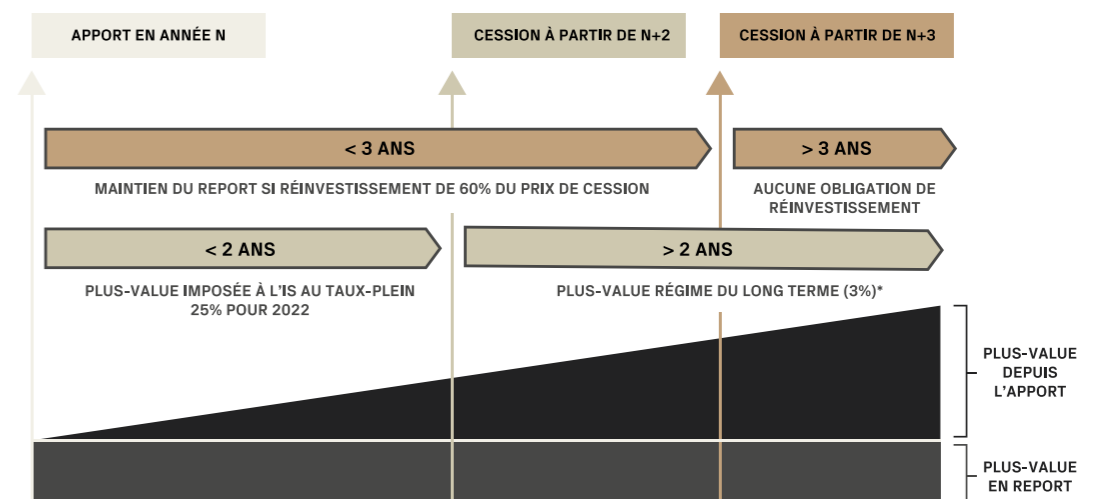
Source : Edmond de Rothschild France

— En cas de cession en direct (le prix est perçu par l'entrepreneur), l'imposition s'élève dans la meilleure des situations à 27,49% (pour les fondateurs ayant créé leur entreprise avant janvier 2018 et l'ayant détenue au moins 8 ans) et au maximum à 34% dans les autres situations.

— En cas de cession via une société holding (le prix est perçu non par l'entrepreneur mais par sa société holding), le bénéfice du régime des plus-values à long terme limite la fiscalité à 3% (la société holding doit avoir détenu au moins 5% de la société cédée pendant au minimum 2 ans).

LA CONSTITUTION D'UNE SOCIÉTÉ HOLDING peut constituer un choix stratégique en matière de gouvernance, de gestion de son patrimoine et de maîtrise de la fiscalité

AVANTAGES	POINTS D'ATTENTION
<p>Avant la cession :</p> <ol style="list-style-type: none"> Faciliter le rachat des titres d'actionnaires minoritaires. Structurer et dissocier, par filiales, ses investissements : autres participations, private equity, immobilier professionnel ou privé... Figer la plus-value latente sur les titres de la société apportée en la plaçant sous le REGIME DU REPORT d'imposition. Bénéficier du régime MERE-FILLE : percevoir des dividendes des sociétés filiales taxés à 1,25% seulement (impôt sur les sociétés (IS) de 25% en 2022 sur les filiales plus de 2 ans). Commencer à donner progressivement des actions du holding tout en maîtrisant la gouvernance de son groupe (statuts du holding à adapter). voire, donner des actions sous le REGIME DUTREIL en bénéficiant d'un abattement de 75% : cela nécessite notamment une conservation de 4 ans, voire 6 ans des titres du holding avant cession des filiales opérationnelles (autres conditions). <p>Lors de la cession :</p> <ol style="list-style-type: none"> Bénéficier du régime des PLUS-VALUES à long terme : une taxation de la plus-value de cession à 3% seulement (IS sur 12% de la plus-value si détention des titres de participation depuis plus de 2 ans). Gérer son besoin éventuel de revenus ultérieurs post-exit en choisissant son rythme de distribution de dividendes (taxables) et en laissant capitaliser ses investissements et sa trésorerie dans le holding. 	<ol style="list-style-type: none"> Timing de l'opération selon l'horizon de l'exit (les régimes fiscaux évoqués impliquent des délais de conservation - voir illustration). Evaluation des titres apportés Coût : constitution, fonctionnement, comptabilité. Choix de la forme sociale (SAS le plus souvent). Régime social du dirigeant : salarié ou TNS (en lien avec la forme sociale) ? Statut de holding animatrice (mise en oeuvre exigeante) ou holding patrimonial ? En cas de cession par le holding dans les 2 ans de l'apport : taxation de la plus-value réalisée depuis l'apport à 25%. En cas de cession par le holding dans les 3 ans de l'apport : le holding devra réinvestir au moins 60% du produit de cession dans les 24 mois pour le maintien du report.



Source : Edmond de Rothschild France

*Si les titres constituent des titres de participation (seuil de 5% détenus depuis plus de 2 ans, imposition à l'IS de 12% de la plus-value, soit un taux effectif de 3% en 2022

2.

RÉUSSIR SON DEAL : LE PROCESSUS DE CESSION

La cession implique de nombreuses parties prenantes et de longs mois de négociations. Revue des différentes étapes pour optimiser l'opération.

A - MAÎTRISER SON PROCESSUS

1 - LA PHASE DE PRÉPARATION

A — CONNAÎTRE LA VALORISATION DE SON ENTREPRISE

Que l'on soit décidé à vendre ou bien que l'on souhaite juste sonder le marché, il y a quelques règles à respecter avant de se lancer. Pas question d'aborder le marché sans avoir déjà une idée du montant que l'on peut obtenir, sous peine de perdre toute crédibilité aux yeux du marché. Mais comment savoir combien « vaut » l'entreprise ? Les principales méthodes pour estimer la valorisation, ou au moins son ordre de grandeur, selon les entrepreneurs interrogés :

- **Connaître les critères financiers d'éventuels acquéreurs.** « *Ce sont leurs ratios financiers qui fixent les conditions du deal, pas ceux du vendeur,* » prévient Frédéric Potter. Ainsi, pour un groupe coté, le ratio de référence sera la valorisation en bourse de l'entreprise par rapport à ses propres indicateurs (un multiple de CA ou d'EBITDA). L'acquéreur peut acheter une cible à des multiples de valorisation moins élevés que ses ratios - et c'est une opération relative que le marché saluera. S'il l'achète plus cher que ses ratios, il doit pouvoir justifier cette opération auprès de ses actionnaires, ce qui peut être un exercice compliqué pour le dirigeant en place. Des perspectives avérées de synergie, par exemple, seront un bon argument en faveur de cette opération.

- **Étudier les transactions de son secteur.** « *Partir sur un multiple du CA pour calculer la valorisation, en se référant aux deals déjà connus, est le plus simple,* » préconise Édouard Morhange. C'est en général ce qui est fait pour les sociétés non rentables. Certains acquéreurs préféreront le multiple d'EBITDA. Mais les aléas liés à la pandémie n'ont pas aidé à objectiver les chiffres. « *Gérer la valorisation après une période de forte croissance exceptionnelle a été un exercice compliqué, il a fallu normaliser les pics 2020,* » raconte Édouard, qui a fait l'exercice avec sa banque d'affaires. Autre effet collatéral de la crise liée au Covid : la digitalisation soudaine de l'économie a entraîné une concurrence accrue des fonds d'investissement, provoquant une envolée des levées, et donc des valorisations. Difficile parfois, dans ces conditions, de les objectiver.

Il faut aussi garder en tête que la valorisation peut être différente entre un VC et un acheteur industriel. Ces derniers sont en général moins généreux lors d'une cession qu'un investisseur financier dans le cadre d'une levée de fonds classique. « *C'est logique,* » justifie Jean-Baptiste Rudelle, « *la prise de risque est plus grande pour un industriel que pour un VC, donc il va avoir tendance à payer moins cher. Une levée de fonds spéculé de manière statistique sur l'avenir d'un portefeuille, avec en plus des mécanismes de protection en cas de scénario défavorable. De son côté, le corporate achète le présent et prend l'essentiel du risque sur la réalisation des synergies futures.* »

« *Au-delà des méthodes des comparables boursiers et transactionnelles, en fonction du degré de maturité de la société, d'autres méthodes peuvent être utilisées comme la méthode DCF (Discounted Cash Flows) qui se base sur le Business Plan et les flux de trésorerie générés par la société,* » complète Raphaël Compagnon.



“ **Tout le monde était d'accord pour un process rapide. Ils ont été très respectueux de notre temps. Nous avons tous choisi d'être très transparents. Cette même manière de penser les a aussi convaincus du fit culturel entre Bime et Zendesk.** ”



Rachel DELACOUR

BIME Analytics, solution d'analyse de données en mode SaaS
 - Cession à 100% (+ plans de stocks additionnels sur 3 ans)
 pour 45M\$ à Zendesk en octobre 2015
 - 40 employés au moment de la cession



B — EMBARQUER SES ACTIONNAIRES

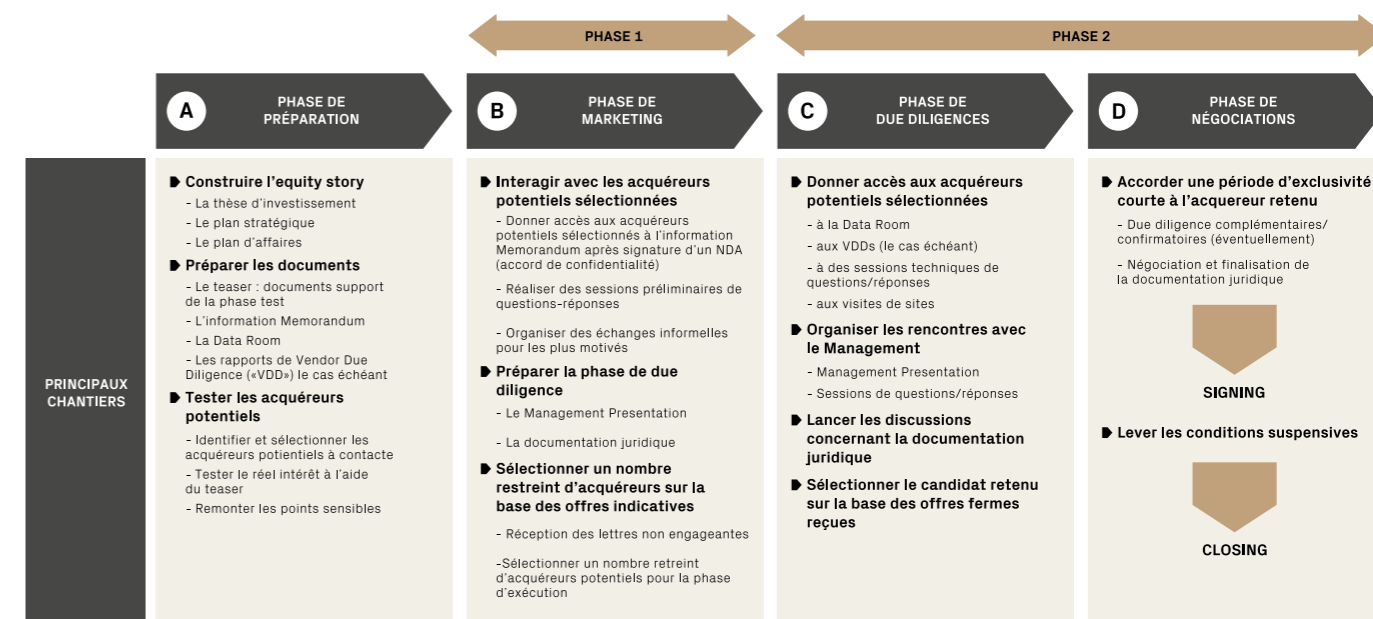
« La relation de confiance avec ses actionnaires est essentielle dans un processus de cession, » insiste Rachel Delacour. Ils ont accompagné l'entrepreneur jusque-là, ils ont permis à son entreprise de grandir et de se développer. À ce stade, il est important de bien comprendre leurs attentes - qui peuvent être différentes selon chacun - et de les tenir régulièrement informés du processus de vente. Identifier et désamorcer les points critiques en amont de la négociation est crucial pour déminer le terrain. Victor Wacrenier a eu de grandes difficultés à aligner ses VC, au point que cela a menacé la conclusion du deal : « les investisseurs peuvent faire capoter le projet. Il faut savoir en dessous de quels multiples ils refuseront le deal et leur donner le plus d'informations possible. »

« Ce sont les investisseurs les moins expérimentés qui créent le plus de problèmes », remarque Jean-Baptiste Rudelle. « Ceux qui sont pros feront la différence : ils misent avant tout sur les grosses transactions. » D'où l'importance de préférer dès le départ des investisseurs matures, qui sauront choisir leurs batailles... Au final, rappelle Jean-Baptiste, « l'enjeu est d'aligner les intérêts de l'entrepreneur, de l'acquéreur et des investisseurs historiques. L'investisseur historique veut sortir et donc avoir du cash tout de suite ; l'acheteur veut pouvoir capitaliser sur les synergies avec ses activités, et l'entrepreneur doit faire sortir ses VC et préserver sa relation avec l'acquéreur. Il n'est pas anormal que le deal soit davantage en faveur de l'entrepreneur : il doit être rémunéré pour l'engagement qu'il prend pour le futur. »

C — IDENTIFIER ET DÉMINER EN AMONT LES SUJETS SENSIBLES

Un processus de cession est soumis à de nombreux aléas. La phase de préparation est essentielle pour aplanir en amont les obstacles à la conclusion du deal : elle permet de faire un état des lieux, repérer et corriger les points sur lesquels la cession pourrait achopper. C'est aussi le moment de préparer les documents, construire l'argumentation, « l'equity story », et vérifier la conformité de l'entreprise avec la projection que l'on souhaite vendre à un acquéreur. Autant de temps et de sérénité gagnés pour la suite, quand il faudra entrer dans une relation plus approfondie avec le candidat repreneur.

LA STRUCTURE DU PROCESSUS DE CESSIION : PRÉPARATION, MARKETING, DUE DILIGENCES, NÉGOCIATIONS



Source : Edmond de Rothschild Corporate Finance

2 - LES DIFFÉRENTES ÉTAPES DU PROCESSUS

A — SUSCITER L'ENVIE POUR OBTENIR UNE PREMIÈRE OFFRE

Premier impératif pour réussir un projet de vente : ne pas en parler ! Communiquer sur le sujet peut paradoxalement envoyer un message négatif au marché, créant de la méfiance, voire une suspicion dont la valorisation de l'entreprise peut pâtir. Pour donner envie à de potentiels investisseurs, il faut donc adopter une posture (apparemment) passive et laisser venir à soi les candidats. On ne vend pas, on est racheté !

Comment alors amorcer le process si on ne peut faire connaître sa volonté de vendre ? L'exercice est délicat : l'enjeu est de susciter une première offre sans divulguer ses intentions. Un équilibre subtil... dont la clé est de se rendre visible. Cela implique d'entretenir des relations régulières avec l'écosystème, de multiplier les échanges, par exemple avec des family offices ou des industriels, lancer une levée de fonds, évoquer des partenariats... Bref, tout ce qui pourra attirer l'attention du marché et faire subtilement comprendre que l'entrepreneur est ouvert à de potentielles « synergies »... quelle qu'en soit la forme ! Attention cependant à être parfaitement préparé, car une fois le processus lancé, il n'y a pas de retour en arrière : il faut être en mesure de préserver la dynamique et gérer l'exercice délicat de la mise en concurrence des candidats...

Dès la première offre obtenue, même à l'oral, alors seulement l'entrepreneur est légitime pour lancer officiellement un processus de vente. C'est une question de crédibilité : de cette façon, l'entrepreneur maîtrise le storytelling de son projet, puisqu'il a une histoire à raconter, avec un potentiel acquéreur non sollicité. Montrer qu'on est désiré prouve qu'on est désirable...

B — CRÉER LA CONCURRENCE

La concurrence est le meilleur moyen de s'assurer une marge de négociation et de négocier au mieux son prix de cession.

Un cas classique : lancer une levée de fonds. S'engager dans un dual-track permet de mûrir son projet en approfondissant les deux options : levée ou cession. C'est aussi une bonne opportunité d'interagir avec de gros acteurs, et d'utiliser la valorisation donnée par les fonds dans le cadre d'une potentielle levée pour négocier auprès d'un acquéreur industriel. Attention cependant à ne pas brouiller les pistes car, on l'a vu, le projet pour l'entreprise n'est pas le même...

Si la cession est l'objectif identifié, la réception de la première offre est le bon moment pour mandater une banque d'affaires si ce n'est déjà fait, car il est préférable de mandater son conseil très en amont.

Mais, paradoxalement, c'est moins la multiplicité des acquéreurs potentiels que la capacité des fondateurs à refuser le deal qui peut augmenter le montant de la vente. La liberté de conclure ou non la cession donne en effet un réel pouvoir, et c'est ainsi que l'on obtient les meilleures conditions. « *Et moins tu as envie de la vendre, plus tu crées de l'intérêt pour ton business,* » prévient Rachel Delacour.

C — SE FAIRE ACCOMPAGNER

Avoir à ses côtés des professionnels du M&A - un avocat et un banquier d'affaires - représente un coût (souvent sur un modèle de rémunération au succès pour la banque d'affaires), mais l'investissement est pleinement justifié. D'une part, ils contribuent au processus de séparation en négociant à la place de l'entrepreneur, et donc sans affect. D'autre part, lorsqu'il est bien mené, le retour sur investissement de ce type de conseil peut être très appréciable : rompus aux négociations et aux contrats, ces professionnels peuvent optimiser le deal et négocier les meilleures clauses et conditions post-exit pour les fondateurs. Quelques entrepreneurs se sont passés de banquier d'affaires du fait de la particularité du deal ou du timing, mais ce n'est pas une recommandation.

Le **banquier d'affaires** est un atout précieux pour orchestrer tout le process, de sa préparation à sa conclusion, garantir sa dynamique en imposant un calendrier clair et structuré et conseiller le fondateur dans une démarche soumise à beaucoup d'aléas, au cours de laquelle il est bien seul.

► **Au lancement**, c'est lui qui prépare et construit l'argumentaire du dossier (equity story et business plan) et utilise sa connaissance du marché pour solliciter des offres auprès des acquéreurs potentiels sélectionnés pour leur adéquation avec la stratégie de l'entreprise, en les informant que celle-ci déjà fait l'objet d'une proposition.

► **Pendant le process**, il crée la compétition entre les différents acquéreurs pour maximiser la valorisation, organise les due diligences, fait le lien avec les avocats ou encore réalise des simulations pour les actionnaires.

► **Lors de la négociation**, il joue un rôle essentiel dans le relationnel entre le vendeur et le ou les acquéreurs en prenant en charge les aspects difficiles de la négociation. « *Le fondateur va vivre avec les équipes de l'acquéreur, donc il est important de commencer la relation sur un bon pied. C'est aussi à cela que sert l'intermédiaire : il permet au dirigeant de toujours conserver une attitude positive avec l'acquéreur, le banquier se chargeant des messages difficiles et des points durs,* » commente Frédéric Potter.

Il peut aussi être précieux pour aligner deux associés majoritaires, surtout quand il n'y a pas de conseil d'administration pour assumer ce rôle. « *Notre banque d'affaires a parfaitement joué son rôle en faisant l'intermédiaire entre mon co-fondateur et moi. Avant même de démarrer le process auprès d'un acquéreur, nous avons pu signer un Head of terms fixant les conditions minimales dans lesquelles un deal était possible pour chacun,* » raconte Alexis Teplitchi, qui souhaitait sortir d'AssessFirst alors que son associé ne voulait pas vendre. Ils ont fini par faire entrer un nouvel actionnaire via un LBO. « *C'était d'autant plus important que, dans le cadre d'un LBO, l'actionnaire entrant aurait pu se servir d'éventuelles divergences de vues pour faire pression à la baisse sur certains paramètres du deal ou faire baisser la valorisation de l'entreprise.* »

► **Tout au long du processus enfin**, c'est un sparring-partner précieux pour accompagner l'entrepreneur au fil d'une négociation où il est bien seul et où il est difficile de garder du recul. Selon Clémentine Lalande, « *la grosse valeur du banquier, en plus d'orchestrer tout le process, c'est d'avoir quelqu'un à qui parler, avec qui débriefer, comprendre les agendas, analyser la situation, et pouvoir répartir les rôles de good cop/bad cop dans la négociation.* »

Les avocats, eux, jouent un rôle essentiel dans la négociation juridique dans le process, quand il faut négocier le SPA (Share purchase agreement ou contrat de cession). « *Ils aident à définir les clauses juridiques une fois les principaux termes de l'offre acceptés,* » précise Nicolas Steegmann, « *Le SPA, c'est quand même 200 à 300 pages de clauses...* ». Autant dire qu'il n'y a pas de place pour l'improvisation... Ce sont eux qui démêlent également la Garantie Actifs-Passifs (GAP), le pacte d'associés ou encore tous les instruments d'association au capital et de management package...

Comment choisir ses conseils ? Il y a bien sûr des critères objectifs : selon les entrepreneurs interrogés, la renommée importe moins que l'expérience de cession d'une taille et dans un secteur comparables. Mais surtout, « *il faut avoir le fit* », insiste Victor Wacrenier à propos du banquier d'affaires : « *pouvoir l'appeler n'importe quand, avoir une relation suffisamment transparente pour qu'il puisse me dire que ma slide est nulle, même si j'ai passé une journée dessus.* » Et enfin, partager une vision commune de l'entreprise est essentiel : c'est ce qui permettra de raconter l'histoire la plus pertinente, trouver l'acheteur le mieux adapté et conclure le meilleur deal.

D — ENTREtenir LA CONFiance

La confiance est le socle de la négociation. Une fois les offres indicatives reçues, il faut très rapidement donner accès à une data room, qui regroupera toutes les informations indispensables aux acquéreurs potentiels, pour qu'ils effectuent leurs due diligences. Celles-ci constituent un moment délicat, puisqu'il s'agit pour l'acquéreur de vérifier l'état financier, juridique, fiscal et social de l'entreprise. Et, pour cela, de la mettre à nu.

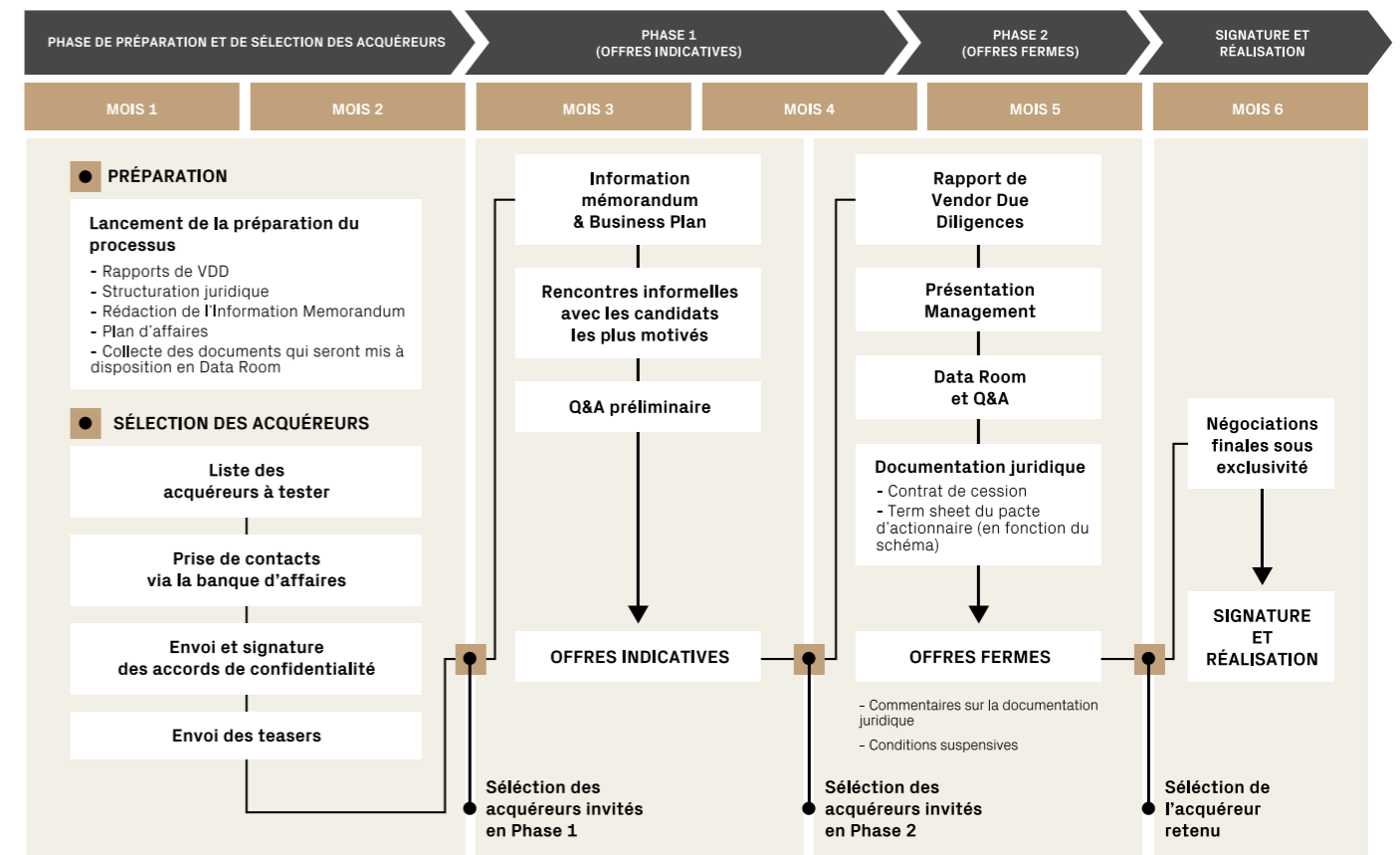
Il vaut mieux tout communiquer avant la conclusion du deal... dans l'intérêt des deux parties. L'enjeu : instaurer d'emblée une relation de confiance avec l'acquéreur, le souci de transparence du vendeur démontrant sa bonne volonté. Une information gênante découverte au cours des négociations peut suffire à instiller le doute sur sa bonne foi et faire rompre, ou au moins gêner les négociations.

LISTE DES DOCUMENTS À PRÉPARER ET DES ACTIONS À MENER

	DOCUMENT	DESCRIPTION	RESPONSABILITÉ	
1 DOCUMENTS DE PHASE 1 (OFFRES INDICATIVES)	NOMBRE IMPORTANT DE CANDIDATS	PROFIL SOMMAIRE («TEASER»)	<ul style="list-style-type: none"> Présenter de manière synthétique et «vendeuse» les performances de la société auprès des acquéreurs potentiels Premier support d'échange pour validation d'un intérêt fort pour le dossier 	BANQUIERS D'AFFAIRES/ MANAGEMENT
		ACCORD DE CONFIDENTIALITÉ («NDA»)	<ul style="list-style-type: none"> Protéger les informations confidentielles Encadrer les échanges 	AVOCATS/BANQUIERS D'AFFAIRES
		MÉMORANDUM D'INFORMATION («IM»)	<ul style="list-style-type: none"> Présenter la thèse d'investissement Présenter l'offre de services, sa stratégie, ses activités, ses actifs et son organisation plus en détail ainsi que la performance financière historique Présenter le plan d'affaires (Business Plan) associé 	BANQUIERS D'AFFAIRES/ MANAGEMENT
2 DOCUMENTS DE PHASE 2 (OFFRES FERMES)	NOMBRE LIMITÉ DE CANDIDATS	RAPPORT D'AUDIT FINANCIER À DESTINATION DES ACHETEURS (VDD) (LE CAS ÉCHÉANT)	<ul style="list-style-type: none"> Rapport de Due Diligences financières réalisé par un tiers indépendant Analyse du CA et l'EBITDA run rate/embarqué/proforma Compte de résultat par activité, éléments analytiques, évolution des KPI drivant le CA Éléments du bilan Focus sur la normativité du BFR, les Capex et le Cash Identifier et traiter les potentiels sujets sensibles en amont du processus 	VDDistes/BANQUIERS D'AFFAIRES (RELECTURE CRITIQUE)
		PRÉSENTATION MANAGEMENT	<ul style="list-style-type: none"> Rencontre du management avec les acquéreurs potentiels (présentation de la stratégie du groupe et de son plan d'affaires) 	BANQUIERS D'AFFAIRES/ MANAGEMENT
		DATA ROOM	<ul style="list-style-type: none"> Donner un accès aux candidats sélectionnés à des informations détaillées sur la société (juridique, fiscales, sociales, financières) 	MANAGEMENT/AVOCATS/ BANQUIERS D'AFFAIRES
		DOCUMENTATION JURIDIQUE	<ul style="list-style-type: none"> Préparer le projet de contrat de cession et d'acquisition des actions/mécanisme de call et put éventuels/pacte d'actionnaires et management package le cas échéant 	AVOCATS/BANQUIERS D'AFFAIRES (RELECTURE CRITIQUE)

Source : Edmond de Rothschild Corporate Finance

CALENDRIER / RÉTROPLANNING



Note : Calendrier illustratif pouvant être adapté en fonction des contraintes et du cahier des charges du management et des actionnaires
Source : Edmond de Rothschild Corporate Finance

B - OPTIMISER LE DEAL

1 - « GARDER LE MOJO »

À partir du moment où le process est lancé, le timing est essentiel : l'enjeu est de rester attractif pendant plusieurs mois auprès des potentiels acquéreurs et de créer une tension qui va servir la concrétisation de l'opération. Être disponible pour se consacrer entièrement à l'opération, maîtriser ses indicateurs pour répondre vite, avoir 6 mois de visibilité sur son chiffre d'affaires et de bonnes nouvelles en perspective permettent de garder la main. « Si on commence à annoncer de mauvaises nouvelles pendant le process, on perd le mojo, le momentum : la magie s'éteint. En revanche si on sur-délivre, l'acquéreur se dit qu'il doit faire vite, sinon le prix va augmenter et la concurrence s'intensifier. Il ne faut lancer le process de cession que lorsqu'on est sûr que, sur les prochains mois, le business va se développer au moins aussi bien que prévu, » explique Frédéric Potter.

Que faire quand le process s'enlise ? Maxime Legardez en a fait l'expérience : après avoir entamé un dual-track à l'été 2019 pour Everoad, il voit successivement se retirer les potentiels acquéreurs et la levée de fonds échoue après une Term sheet de série B signée. « J'avais 3 mois pour trouver une solution. » Après avoir gagné du temps en décalant les paiements et recouvrant les dettes, il définit un process de 12 semaines, avec un calendrier hebdomadaire d'actions, et en informe les acquéreurs intéressés. « Pour que cela fonctionne, il faut que tout le monde démarre au même moment. Sinon les retardataires font ralentir les discussions avec les acquéreurs les plus avancés. Il faut mettre tout le monde dans la seringue comme on dit. » Reprendre la main sur le rythme de l'opération se révèle une stratégie gagnante : il obtient l'offre espérée, remportée alors que l'acquéreur hésite à cause de la crise sanitaire, intervenue entretemps. « La négociation n'était clairement pas en ma faveur. Mais j'ai pu concrétiser les 3 points importants pour moi : vendre l'entreprise à un acteur en phase avec notre mission, conserver tous les emplois et avoir un bon earn-out dans la boîte leader sur ce marché. »

2 - MAÎTRISER LA NÉGOCIATION

A — ACCORDER UNE EXCLUSIVITÉ AU BON MOMENT

Donner l'exclusivité, c'est se livrer pieds et poings liés à un seul acquéreur potentiel, au risque de se retrouver gravement exposé si le deal échoue. À accorder le plus tard possible, et sur un temps court, une fois que vendeur et acquéreur se sont mis d'accord sur le montant du deal et les clauses principales, donc lorsque l'acquéreur qui sera potentiellement retenu a fait l'essentiel de ses due diligences et que le deal n'est plus à risque.



Clémentine LALANDE

Once, application de rencontres
-Cession avec earn-out à Dating Group en janvier 2021
-4 employés au moment de la cession

“ Le plus difficile dans le processus de cession, c'est d'accepter de ne pas avoir (tout) le contrôle. Quand on est entrepreneur, on décide, on donne le tempo, on fait les bons raccourcis, on priorise, on avance. Là, on a beau avoir une data room au cordeau, être hyper pointue sur ses explications, essayer de ne pas être en exclusivité, la réalité c'est qu'on ne maîtrise plus complètement le lien actions-conséquences, car il y a l'agenda d'une autre partie. C'est le plus dur, nerveusement et émotionnellement. ”



B — SÉCURISER LES PRINCIPAUX TERMES DE L'OPÉRATION

► **Le montant du deal**, déterminé selon les ratios déjà mentionnés et les projections de CA de la cible. Sur ce point, il faut garder espoir même si la première offre est basse, observe Jean Moreau : *« le vendeur et l'acquéreur peuvent converger en cours de process alors qu'ils partaient de très loin, parfois avec des écarts de 1 à 3 ou 4. »* Lors de la négociation, il est préférable de ne pas évoquer le prix attendu avec un potentiel acquéreur : cela contribuerait à plafonner la valorisation potentielle... Et surtout, attention à bien négocier sur la valeur des titres (ce que les actionnaires toucheront une fois la cession conclue) et non pas sur la valeur d'entreprise (ou valeur brute, incluant les dettes) : le différentiel peut être important et causer de mauvaises surprises !

► **La structure de la transaction** : cash, actions ou un mix des deux, selon que les fondateurs souhaitent rester dans l'aventure ou non. Mais il faut être vigilant : *« Toutes les classes d'actifs ne se valent pas, »* rappelle Edouard Morhange. Et faire attention à la structuration de l'earn-out, car les conséquences fiscales peuvent être importantes.

► **L'earn-out ou complément de prix conditionnel** : ce dispositif fréquent fait dépendre une partie du prix de cession de la performance future de l'entreprise, pendant une période d'earn-out (de quelques mois à plusieurs années), pendant laquelle les fondateurs restent dans l'entreprise. C'est pourquoi les objectifs de l'earn-out doivent être définis sur des critères sur lesquels l'entrepreneur aura la main : plus ils sont élevés, plus grande devra être l'indépendance de l'entreprise rachetée après la cession. *« L'earn-out réduit le risque de l'acheteur, tout en permettant au vendeur de capturer toute la valeur si la performance est bien au rendez-vous, »* résume Jean-Baptiste Rudelle. Accepter un long earn-out envoie à l'acquéreur un signal de confiance fort dans le projet. Idem pour le fait d'être payé en actions par un acquéreur coté. *« À condition de négocier un seuil plancher à 20% en dessous du cours de bourse du jour, au cas où un imprévu exogène viendrait faire dévisser l'action, »* prévient Frédéric Potter. Le dispositif, très engageant pour les fondateurs, est complexe et doit être compris dans toutes ses implications (**voir à ce sujet la publication du Galion sur l'earn-out**).

► **La GAP (garantie d'actif passif)** : La GAP est un élément de négociation stratégique dans l'opération et fait l'objet de beaucoup de discussions dans la rédaction du SPA (« contrat de cession »). Incontournable, en particulier pour des acquéreurs américains, elle doit impérativement être négociée par un avocat spécialisé, en veillant notamment à sa durée et à son montant. *« C'est clairement un des gros enjeux du deal »,* explique Nicolas Reboud : *« Il faut être très bien accompagné par des avocats qui ont l'expérience de la matérialité des risques et du montant usuel des couvertures, et une stratégie de négociation. C'est ultra-clé alors qu'on en parle peu. »* La GAP peut aussi être un sujet de tension avec les investisseurs financiers historiques qui cherchent par tous les moyens à y échapper. Mais elle a souvent plus d'impact psychologique que financier. Dans la pratique, du côté de l'acquéreur, c'est en effet une arme délicate à actionner tant que les fondateurs sont actifs dans l'entreprise.

“ **Maximiser l'upfront, c'est-à-dire les actions ou les liquidités payées au moment de la signature du deal, permet de se laisser plus de liberté pour la suite de l'aventure, qu'il s'agisse d'abrégé l'earn-out ou de rester chez l'acquéreur. Il faut savoir ce que l'on cherche à obtenir et être lucide sur ses leviers de négociations.** ”



Nicolas STEEGMANN

Stupeflix, application de montage vidéo en ligne
-Cession à GoPro en mars 2016 avec earn-out interrompu
-30 employés au moment de la cession

C — BIEN DÉFINIR LA GOUVERNANCE ET L'ORGANISATION CIBLE

Négocier la gouvernance et l'organisation cible est un enjeu stratégique important. Le degré d'intégration dépend du projet sur lequel acquéreur et vendeur se sont mis d'accord et des synergies qui créeront le plus de valeur. Ces éléments peuvent également avoir des conséquences sur la bonne atteinte des objectifs de l'earn-out ou complément de prix.

Pour prendre l'exemple de la marque, une forte intégration peut nuire à la marque déjà forte d'une start-up sur un segment de marché différent de celui de l'acquéreur. Au contraire, elle peut gagner en crédibilité et en exposition en profitant de la notoriété de l'acquéreur si la complémentarité des deux marques est réelle.

Le degré d'indépendance dépendra de ces paramètres, mais tout est possible et tout se discute, depuis le fait de devenir une business unit pleinement intégrée jusqu'à une indépendance assumée par les deux parties. Ainsi Nicolas Reboud est resté mandataire social de Shine après son acquisition par la Société Générale : « *Il n'y a pas de règles. On a fait le choix de garder l'indépendance pour préserver le momentum. Être dans des locaux différents, par exemple, aide à garder le mood entrepreneurial.* »

LE SPA ET SES PRINCIPAUX POINTS

<p>QU'EST-CE QU'UN SPA ?</p>	<ul style="list-style-type: none"> ► Le sell and purchase agreement («SPA») est le contrat de cession, qui encadre le rachat des actions de l'entreprise, et donc in fine l'entreprise elle-même ► Avant la signature du SPA, il est nécessaire de respecter l'obligation d'information dans le cadre d'un processus de vente : procédure d'information-consultation du CSE et/ou loi Hamon le cas échéant
<p>PRINCIPAUX POINTS COUVERTS DANS LE SPA</p>	<ul style="list-style-type: none"> ► Prix de la cession ► Mécanisme de prix : mécanisme de prix fixe («locked box») ou d'ajustement au closing («closing accounts») ► Paiement et transfert de propriété ► La Garantie d'Actif et de Passif («GAP») : clause par laquelle le vendeur s'engage à indemniser l'acheteur en cas de baisse de l'actif ou d'augmentation du passif postérieures à la transaction, mais dont les causes sont antérieures ► Conditions suspensives : un SPA intègre un certain nombre de conditions suspensives (ou «Condition Precedent», CP), devant être levées par la suite pour que la cession de l'entreprise soit finalisée <p>Voici quelques exemples non exhaustifs :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Approbation des autorités de la concurrence - Levée des dispositions contractuelles en cas de changement de contrôle - Obtention du financement par l'acquéreur

Source : Edmond de Rothschild Corporate Finance

3 - CHOISIR SON ACQUÉREUR

Il n'est pas rare de se retrouver avec plusieurs offres. Quels sont les critères pour choisir celui avec lequel on conclura la cession, au-delà des éléments objectifs que l'acquéreur apporte dans la corbeille de la mariée ?

► **Le niveau d'interlocuteurs.** « *L'approche est révélatrice de la façon dont le deal va se passer. Ainsi, le temps long de certains départements M&A corporate met à mal la relation avec le founder qui, lui, ne dispose pas du même temps,* » prévient Rachel Delacour. Après une démo aux équipes de Zendesk un jeudi, elle a vu le mardi suivant débarquer à Montpellier, où était implanté BIME Analytics, trois dirigeants, dont un des cofondateurs, en provenance de San Francisco et d'Australie. « *Leur démarche a été incroyablement simple, rapide et respectueuse. On s'est senti très en confiance et on leur a tout ouvert.* »

► **Le fit culturel.** Avant Zendesk, Rachel Delacour avait été approchée par d'autres acteurs plus traditionnels. « *Parce qu'il n'y avait pas de fit culturel, on savait qu'on serait tués dans l'œuf plutôt qu'encouragés* ». L'enjeu : savoir si on pourra, mais aussi si on aura envie de travailler avec les équipes de l'acquéreur. Il n'y a pas que l'argent qui rentre en ligne de compte...

► **La simplicité du contrat de cession.** Attention aux montages trop compliqués. « *Un deal est un bon deal quand tout le monde autour de la table est satisfait. Il doit être simple, limpide à comprendre, et chacun doit savoir ce qu'il va toucher et quand,* » estime Rachel Delacour.

► **La qualité du dialogue.** Pour Édouard Nattée, « *il faut avoir un whatsapp avec l'interlocuteur M&A, se parler pendant tout le process. Même si les calls sont très préparés en amont avec le conseil, on résout énormément de sujets de cette façon. À un moment, cela reste une histoire humaine entre deux personnes qui se disent qu'elles vont travailler ensemble.* »

Victor Wacrenier estime qu'il doit en grande partie la conclusion de sa cession au dialogue ininterrompu avec son acquéreur. Un premier projet d'exit pour Appscho a été interrompu en mars 2020 par le confinement. Une fois passé le cœur de la crise, il négocie un bridge avec ses investisseurs et entame une levée de fonds en juin 2021, tout en continuant à échanger avec son potentiel acquéreur. La cession sera finalement signée fin 2021. « *Continuer à discuter avec le potentiel acquéreur a permis de maintenir le lien,* » conclut Victor. Attention cependant à ce que la personnalisation de l'échange pendant le process de M&A n'aille pas trop loin : il faut choisir l'entreprise et sa stratégie, non la personne qui la représente. Édouard Morhange a ainsi été confronté au départ à l'étranger d'un interlocuteur clé chez l'acquéreur : « *Il y a toujours une part d'imprévisible dans les deals. Mon expérience m'a montré que les changements de stratégie et d'actionnaires de l'acquéreur peuvent varier rapidement. Au-delà de la personne, il faut considérer la stratégie à long terme de l'acquéreur. Surtout si on veut y rester.* »

« *Il ne faut pas avoir d'ego ou d'amour-propre* » conclut Jean Moreau : « *ce qui doit guider la négociation, c'est l'intérêt supérieur de l'entreprise.* »



Edouard MORHANGE

Epicery, place de marché de commande de produits frais
-Cession avec earn-out à Géopost en septembre 2021
-25 employés au moment de la cession

« **Le succès d'un rapprochement avec un corporate s'appuie évidemment sur le process et les hommes, mais aussi sur les valeurs et la stratégie, qui alignent les intérêts des deux parties sur le moyen et le long terme.** »

3.

L'AVAL : FAIRE DE L'OPÉRATION UN SUCCÈS

La conclusion du deal n'est pas le bout du chemin... loin s'en faut. Reste à réussir l'intégration et à se préparer à ouvrir un nouveau chapitre.

A - SOIGNER LA COMMUNICATION AUX ÉQUIPES

La fidélisation des équipes – ou plan de rétention – peut constituer un élément important de la négociation, en particulier pour de petites entreprises rachetées principalement pour leurs équipes. Préparer soigneusement sa communication aux équipes autour d'une stratégie claire est donc crucial pour préserver leur motivation et les embarquer dans le nouveau projet.

1 - CONFIDENTIALITÉ VS TRANSPARENCE

La confidentialité est une règle dans les grandes entreprises ciblées par un rachat. voire une obligation réglementaire quand l'acquéreur est une entreprise cotée : la rompre est alors un délit pénal. En général, seul un cercle rapproché de collaborateurs est mis dans la confiance, puisque c'est la condition pour décharger l'entrepreneur de la gestion opérationnelle de l'entreprise et lui permettre de se consacrer entièrement aux négociations.

Elle est plus difficile à respecter dans les plus petites entreprises, où les salariés ne manqueront pas de remarquer les visites des potentiels acquéreurs... Mais attention aux rumeurs, prévient Nicolas Steegmann : *« Il est difficile de faire machine arrière. Quand il y a des discussions de vente, il vaut mieux que cela aille au bout. Sinon c'est perçu comme un signal d'abandon et, si la vente ne se fait pas, il est difficile pour les employés de garder la même motivation. »* Victor Wacrenier l'a vécu après un premier projet de cession interrompu en 2020, qui a eu un impact très négatif sur les équipes : *« ceux qui ont des BSPCE ne pensent plus qu'à ça. Alors que le deal peut avorter à tout moment. »* (voir la publication du Galion sur le dispositif des BSPCE).

“ La cession est vécue comme un choc par les salariés. Il y a un vrai travail de préparation à faire avec le management sur les questions qu'ils peuvent se poser et l'accompagnement. L'essentiel est de réussir à leur montrer que le rapprochement permet de passer à une autre dimension. Évidemment qu'il y aura du changement. Mais il faut le dédramatiser et en montrer le côté positif. ”



Hélène MÉRILLON

Youbox, plateforme de lecture en streaming
-Cession avec earn-out à Nextory en octobre 2021
-30 employés au moment de la cession

2 - PARTAGER LA VISION

« Les principales raisons de l'échec des M&A, c'est l'intégration des équipes et des cultures, ainsi qu'un cruel manque de communication, » estime Maxime Legardez. À la fondatrice ou au fondateur d'expliquer clairement aux équipes ce que ce rapprochement apporte à l'entreprise. L'objectif : donner le cap, faire partager la vision. Hélène Mérillon a demandé aux fondateurs de Nextory, l'acquéreur de Youboox, « de partager tout de suite leur histoire, leurs valeurs et leur vision. Et on a présenté immédiatement les chantiers stratégiques pour que les équipes se projettent le plus tôt possible dans la suite. »

L'enthousiasme de ses équipes au moment de l'annonce du rachat de Fox Intelligence par NielsenIQ est ce qui a le plus marqué Edouard Nattée : « Pour eux c'était la reconnaissance de leur travail par un leader mondial. Nielsen a inventé la part de marché ! Cette reconnaissance, les levées de fonds ne l'apportent que partiellement. »

Ce n'est pas toujours aussi idyllique. Mais donner les directions et sur-communiquer est indispensable pour traiter les peurs comme les fantômes. Sessions de questions/réponses, réunions en plénières ou par services, voire en one to one... À chacun de déterminer la meilleure façon de procéder, mais une chose est sûre : l'intégration doit être traitée de manière pro-active, en laissant une place centrale au dialogue.



Jean MOREAU

PHENIX, plateforme de gestion du gaspillage et des invendus
Acquisition de Graapz en Belgique en 2019, de Komefy en Espagne en 2020, MyFoody en Italie en 2021

“ Les équipes de la cible sont heureuses de rejoindre une structure plus solide et le leader du marché : en termes d'image de l'entreprise rachetée, pour sa marque, son ambition et aussi le personal branding des fondateurs, c'est une sortie par le haut. Après, il faut veiller à ce que leur intégration ne déstabilise pas l'organisation en place : l'arrivée de nouveaux talents sur lesquels des investissements importants ont été faits peut faire peur à l'équipe en place. ”

B - L'INTÉGRATION : UN CHANTIER STRATÉGIQUE

1 - UNE ÉQUIPE OU UN PROCESS DÉDIÉ

Après l'annonce, il y a l'intégration proprement dite. Frédéric Potter recommande « *d'annoncer la cession et l'organisation cible en même temps, pour ne pas créer de flottement dans les équipes... d'autant plus qu'on a un earn-out.* »

Maxime Legardez a apporté un soin extrême au sujet : « *On avait une team dédiée à l'intégration. Dès la signature, on a mis en place un plan de 9 mois d'intégration, déroulé semaine après semaine. On avait pensé à tout : de l'équilibre des salaires jusqu'aux contrats des clients !* »

2 - ANTICIPER LES DÉPARTS

Que faire quand il y a des postes en doublon entre l'acquéreur et la cible ? « *Ça s'organise, ça s'anticipe,* » explique Frédéric Potter. Ce qui importe : « *donner du temps aux gens concernés, faire les choses bien pour eux.* » Prendre le temps de dialoguer, de trouver la bonne solution en externe ou en interne, montrer la dimension positive... D'autant qu'une cession est aussi, pour les salariés, l'opportunité d'activer leurs BSPCE.

Malgré tous les efforts, les départs sont à peu près inévitables. « *Dès le lendemain de l'annonce, on se retrouve avec 20% de salariés à risque,* » prévient Victor Wacrenier. « *Il faut accepter que certains employés n'adhèrent pas au nouveau chapitre, même s'il est excitant, parce que ce n'est pas pour cela qu'ils ont signé.* » Et considérer ces départs avant tout comme un ajustement de l'entreprise à ses nouvelles ambitions, et l'opportunité de recruter des talents en adéquation avec cette nouvelle orientation.

“ La cession, c'est l'étape finale du parcours entrepreneurial. C'est hyper stressant. Donc plus on arrive à le prendre de manière ludique, moins ce sera dur à vivre. Et quand c'est signé, il faut rester motivé pour la suite, surtout si l'on a un earn-out : c'est une phase très particulière, qu'il faut anticiper ! La fin d'une aventure et le début d'une autre en même temps : on a finalement peu le temps de célébrer, car la croissance, elle, ne doit jamais s'arrêter. ”



Victor WACRENIER

AppScho, plateforme mobile d'engagement étudiant
-Cession avec earn-out à Ready Education en décembre 2021
-20 employés au moment de la cession

3 - RÉVOLUTION CULTURELLE ?

Même si l'intégration est bien préparée, le risque de choc culturel est réel. Par exemple par le rapport de taille entre un grand groupe, ultra-processé et soumis à des normes contraignantes, et une petite start-up à l'agilité native : un corporate va réclamer beaucoup de reporting, parce que c'est dans sa culture et dans son mode de fonctionnement.

Même explorer des synergies va exiger des dirigeants de la start-up nouvellement acquise du temps et des ressources, alors que l'earn-out implique qu'ils gèrent opérationnellement l'entreprise dans le même temps. Sans parler des normes légales auxquelles est soumis l'acquéreur, qui vont désormais s'appliquer à l'entreprise rachetée.

Autant d'ajustements inévitables dont il vaut mieux avoir conscience en amont.



Maxime LEGARDEZ

Everoad , plateforme de digitalisation du transport routier
-Cession avec earn-out interrompu à un concurrent allemand, Sennder en juin 2020.
-100 employés au moment de la cession

“ **Quand on parle d'entrepreneuriat, on ne parle que des succès aujourd'hui et je trouve que c'est assez frustrant : pour moi, on gagnerait beaucoup à démythifier tout cela. Il faut apprendre à parler de l'échec car cela fait partie de la réussite, et cela fait grandir. Après, il faut relativiser l'échec : en ce qui me concerne, j'ai beaucoup appris, et j'ai pu remonter un projet assez rapidement. J'adore la phrase de Churchill : « Le succès, c'est d'aller d'échec en échec sans perdre son enthousiasme. »** ”

C - UN NOUVEAU CHAPITRE

1 - L'APRÈS-LUNE DE MIEL

Pour le fondateur ou la fondatrice aussi, il y a un avant et un après cession : l'intégration n'est pas la négociation. Comme dans un mariage, il faut passer de l'excitation de la découverte et de la séduction à la vie commune. « *C'est compliqué à gérer,* » avoue Rachel Delacour.

D'une part, parce que les interlocuteurs ne sont plus les mêmes : « *pendant toute la période honeymoon, on est en contact avec des C-staff hyper smart, et quand il faut intégrer le produit, on a affaire au middle-management, qui n'a pas les mêmes choses à prouver. On se retrouve à gérer une dimension plus politique.* »

D'autre part, parce que l'organisation cible évolue inévitablement : « *On a intégré Zendesk quand l'entreprise comptait 1 300 personnes, il y en avait 3 500 quand je suis partie en 2019 ! Il y a tout le temps des restructurations dans une entreprise en hyper-croissance : il faut s'adapter.* »

2 - ANTICIPER LES DÉPARTS

Enfin, au-delà de l'aspect financier de l'earn-out, reste la dimension psychologique.

« *Ce n'est plus du tout la même perspective, à partir du moment où on n'est plus l'unique décideur,* » estime Hélène Mérillon. « *Il faut retrouver une motivation autre que celle du fondateur. Se considérer comme l'élément fondateur d'une nouvelle aventure qui consistera à réussir cette 2e phase de développement.* »

Si l'entrepreneur est à l'aise avec une projection à long terme chez l'acquéreur, pas de problème. Le bilan est très positif pour Rachel Delacour après 6 ans d'intégration : « *J'ai beaucoup appris, j'ai fait grandir mes équipes, j'ai pu recruter des talents incroyables. Je me suis éclatée même post-acquisition.* »

Pour d'autres, la perspective du long terme est plus difficile. Pour assurer une suite cohérente avec les attentes de chacun, il est possible de négocier diverses clauses encadrant les étapes. Nicolas Reboud a trouvé un accord avec l'acquéreur de Shine, pour un earn-out par tranches annuelles sur 4 ans, plutôt qu'un bloc de 3 + 2 ans : « *c'est un levier psychologique plus efficace pour un entrepreneur, qui a l'habitude des échéances courtes.* » Édouard Nattée considère, après avoir échangé sur le sujet avec d'autres entrepreneurs, qu'« *un earn-out plus long que 2 ans n'a pas de sens pour moi : soit les fondateurs se découragent, soit ils font semblant d'être là, car ils sont entrepreneurs avant tout, pas salariés. Cela ne veut pas dire que les fondateurs partiront nécessairement au bout de 2 ans, surtout si l'ambition et la*

vision des acquéreurs sont toujours alignées avec celles des fondateurs. Mais s'engager d'entrée de jeu sur une période plus longue comporte trop d'inconnues et n'apporte pas grand-chose en plus. »

Maxime Legardez, lui, a choisi d'abandonner une partie de son earn-out pour recommencer tout de suite une aventure entrepreneuriale et lancer Maki, une solution RH d'évaluation des candidatures : « *la vie est trop courte pour ne pas être heureux à 100%. Et pour moi, être heureux c'était remonter quelque chose, et non pas rester dans une situation confortable dans laquelle je commençais à m'ennuyer, juste pour avoir plus d'argent à la fin.* »

LA DIMENSION PATRIMONIALE : LES POINTS D'ATTENTION

La cession de titres d'une société est souvent l'occasion de réfléchir à sa transmission et à ses futurs projets. Avant cession, l'actionnaire peut réaliser une **donation de titres** à ses enfants, à son conjoint, à ses parents, à une fondation. La donation revalorise le prix de revient des titres, effaçant ainsi tout ou partie de la plus-value. Cette opération permet d'arbitrer des droits de donation souvent plus faibles (voire nuls en cas de transmission à une fondation) à l'impôt de plus-value.

Points d'attention :

- Réflexion à mener plusieurs semaines/mois avant la cession pour en appréhender tous les enjeux patrimoniaux : impact sur ses enfants, sur ses besoins éventuels de revenus complémentaires, ses projets professionnels futurs, ses investissements immobiliers à financer ...
- Déterminer avec précision les métriques : combien, comment, à qui donner ? Ne pas hésiter à réaliser un chiffrage précis de l'impact sur son patrimoine
- Importance de la rédaction de l'acte de donation et des clauses à prévoir pour encadrer cette transmission
- Respecter certaines précautions (chronologie des opérations, absence de réappropriation du prix de cession...) pour éviter une remise en question de l'opération sur le terrain de l'abus de droit

Un autre levier peut être utilisé : **l'apport avant cession**. L'entrepreneur apporte une quotité de titres à une société holding (soumise à l'IS) avant la vente. La plus-value alors déterminée lors de l'apport est mise en report d'imposition. La cession par le holding des titres apportés dans les 3 ans de l'apport entraîne l'obligation de réaliser des réinvestissements économiques dans les 24 mois qui suivent la cession, à hauteur de 60% du produit de cession (ex : prise de participations, réinvestissement dans certains fonds de private equity éligibles).

Cette opération qui permet de financer vos futurs investissements sans passer par la case impôt, doit être bien calibrée en fonction des projets éligibles à court terme.

Exemple :

Une entrepreneure âgée de 47 ans cède son entreprise pour 10 000 000 €. Elle réalise avant la cession une donation de titres à ses deux enfants à hauteur de 2 500 000 € essentiellement en nue-propriété et à un fonds de dotation de 1 000 000 € en pleine propriété. Elle envisage également de réinvestir dans une nouvelle société avec un besoin en fonds propre estimé à 2 000 000 €. Elle monte donc l'apport de titres à 3 300 000 €.

	FAMILLE	FONDS DE DOTATION	HOLDING	FAMILLE SANS OPERATIONS PREALABLES
CESSION	5 700 000 €	1 000 000 €	3 300 000 €	10 000 000 €
FISCALITÉ	-1 611 506 €	0 €	REPORT D'IMPOSITION	-3 375 000 €
PRESSION FISCALE		16,12%		33,75%
NET	4 088 494 €	1 000 000 €	3 300 000 €	6 625 000 €
		8 388 494 €		

Source : Edmond de Rothschild France

“ Je pense que l'augmentation des fonds disponibles pour le financement des startups n'est pas dû à une bulle éphémère mais plus à une «externalisation structurelle de l'innovation» où les corporates s'appuient désormais d'abord sur l'acquisition de startups pour accélérer leur changement.”



Edouard NATTÉE

Fox Intelligence, plateforme SaaS de market et consumer intelligence
 -Cession avec earn-out à NielsenIQ en décembre 2021
 -60 employés au moment de la cession

CONCLUSION : PRÉPARER LE RESTE DE SA VIE

Une cession réussie est sans conteste un accomplissement pour un entrepreneur ou une entrepreneure. Si la vente s'est bien passée sur les plans financiers et juridiques, mais aussi social et humains, c'est une preuve incontestable de son savoir-faire entrepreneurial, qui contribue – parfois pour longtemps - à sa crédibilité et renforce son image de marque auprès de ses pairs et des investisseurs.

Après, la suite de l'histoire reste à écrire. Mais ça, c'est un autre défi...



The Galion Project est le collectif d'entrepreneurs de la Tech.

Créé il y a 5 ans par Jean-Baptiste Rudelle et Agathe Wautier, il rassemble aujourd'hui 350 entrepreneurs autour d'une ambition commune : devenir des leaders mondiaux dans leur domaine et contribuer à un monde meilleur en portant un modèle d'entreprise innovant, ambitieux, responsable.

The Galion Project repose sur 2 piliers :

- Un collectif rassemblant des fondateurs et fondatrices d'entreprises ayant levé au moins 3M€ auprès de VC : The Galion Project crée un cercle de confiance exclusif entre entrepreneurs, pour favoriser le partage d'expertise et l'entraide entre pairs sur des enjeux clés du développement d'entreprises en forte croissance.

- Un think tank : The Galion Project utilise l'intelligence collective et les retours d'expérience de ses membres pour élaborer des publications, véritables outils opérationnels mis à la disposition des entrepreneurs pour les armer dans leur croissance et faire grandir la French Tech.



Edmond de Rothschild est une Maison d'investissement de convictions fondée sur la certitude que la richesse doit servir à construire le monde de demain.

Notre groupe est familial, ce qui nous donne l'indépendance nécessaire pour adopter une vision de long terme, investir aux côtés de nos clients et créer des solutions financières inédites, à impact et toujours en lien avec l'économie réelle. Nous sommes ainsi devenus un acteur international majeur de la Banque Privée, de l'Asset Management, du Corporate Finance, de l'Immobilier et du Private Equity.

Créé en 1953, le Groupe comptait (au 31.12.2020) 155 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 2 500 collaborateurs et 33 implantations dans le monde.

Notre banque est l'un des quatre piliers d'un écosystème unique. La richesse et la diversité de nos métiers, dans la finance, l'art de vivre (Edmond de Rothschild Heritage), la voile de compétition (Gitana Team) ou la philanthropie (Fondations Edmond de Rothschild), nous ouvrent sur le monde pour vous proposer les meilleures solutions d'investissements.

LEXIQUE

- ▶ **Board** : comité mis en place pour prendre les décisions importantes pour la société.
- ▶ **Bridge** : financement relais à court terme, apporté à l'entreprise par les investisseurs historiques ou non, en attendant une autre source de financement, par exemple une levée de fonds avec de nouveaux investisseurs.
- ▶ **BSPCE (Bons de souscription de parts de créateur d'entreprise)** : options d'achat attribuées gratuitement par les entrepreneurs aux salariés ou dirigeants. Elles donnent le droit aux salariés de souscrire (acheter) des actions nouvelles de l'entreprise, à un prix fixé au moment de leur attribution (prix d'exercice) et correspondant à leur valeur de marché à cette date, sous certaines conditions de présence et/ou de performance.
- ▶ **Closing** : la conclusion de la vente.
- ▶ **Dual-Track** : processus permettant de tester simultanément deux options d'opération. Par exemple, la levée de fonds et la cession à un acquéreur industriel.
- ▶ **Due Diligences** : ensemble des vérifications faites par un acquéreur potentiel avant la signature du contrat de vente, sur tous les aspects comptables, financiers, juridiques, sociaux et fiscaux de l'entreprise cible.
- ▶ **EBITDA (earnings before interests, taxes, depreciation and amortization)** : l'EBITDA mesure le profit généré par l'activité indépendamment de sa politique de financement (charge d'intérêts), de sa politique d'investissement (amortissements) et de ses contraintes fiscales.
- ▶ **Equity story** : l'histoire, présente et future, de l'entreprise au vu de ses réussites, de ses atouts et de la stratégie définie pour son développement à venir.
- ▶ **GAP (Garantie d'actifs ou de passifs)** : engagement demandé par les acquéreurs de la société au vendeur pour que celui-ci prenne en charge le passif supplémentaire et/ou l'insuffisance d'actif lié à des événements antérieurs à l'opération et qui pourraient apparaître après la cession.
- ▶ **LBO (leverage buy-out)** : opération à effet de levier financier. L'effet de levier consiste à utiliser l'endettement pour augmenter sa capacité d'investissement.
- ▶ **Liquidation préférentielle (Liquid pref)** : les clauses de liquidation préférentielle accordent, en cas de valorisation de l'entreprise moins élevée qu'attendue, un rang de priorité à un investisseur sur les associés historiques (et notamment les fondateurs) lors des premiers versements réalisés par l'entreprise.
- ▶ **LOI (Letter of intention)** : déclaration d'intention ou première déclaration écrite des intentions des parties, qui stipule l'intention de poursuivre les négociations.
- ▶ **Management package** : mécanisme incitatif proposé par le partenaire pour les managers clés afin de s'assurer de leur forte implication dans le développement de l'entreprise.
- ▶ **NDA (Non disclosure agreement)** : déclaration de confidentialité. Dans cette convention, les parties confirment qu'elles ne feront pas un usage abusif des informations échangées dans le cadre des négociations d'acquisition. Une NDA comprend souvent d'autres clauses, telles que la convention de non-débauchage de personnel pendant une durée négociée.
- ▶ **Post-merger integration** : processus d'intégration des deux structures après la vente.
- ▶ **SPA (sell and purchase agreement)** : le contrat de vente d'une entreprise. En cas de vente aux enchères, il est généralement transmis par le vendeur de l'entreprise à l'acquéreur potentiel lors de la phase de data room - présentation du management - transmission de la VDD.
- ▶ **Upfront** : partie du montant de la vente payée par l'acquéreur aux actionnaires de l'entreprise au moment de la conclusion du contrat de cession.
- ▶ **Valeur d'entreprise** : la valeur d'entreprise est assimilable à la valeur de l'actif économique de cette société. Elle est souvent assimilée à la valeur de ses capitaux propres, auxquels on ajoute la dette financière nette (i.e. dette financière brute - trésorerie).
- ▶ **Valeur des titres / Capitaux propres** : les capitaux propres sont les ressources financières que possède l'entreprise (hors dette). Si l'entreprise est cotée, la valeur des capitaux propres est égale à la capitalisation boursière de la société (nombre d'actions x valeur de l'action).

REMERCIEMENTS

The Galion Project tient à remercier :

- Renzo Evangelista, Président du Directoire d'Edmond de Rothschild France
- Arnaud Petit, Président d'Edmond de Rothschild Corporate Finance
- Vincent Aubuchou, Directeur de l'Ingénierie Patrimoniale et Virginie Rocher, Ingénieure Patrimoniale - Edmond de Rothschild France
- Raphaël Compagnon, Directeur Exécutif Tech & Digital - Edmond de Rothschild Corporate Finance
- Marie de Perignon, Directrice de la Communication - Edmond de Rothschild France

Ainsi que les entrepreneurs du Galion qui ont contribué à la rédaction de ce Guide :

Rachel Delacour, Clémentine Lalande, Maxime Legardez, Hélène Mérillon, Jean Moreau, Edouard Morhange, Edouard Nattée, Frédéric Potter, Nicolas Reboud, Jean-Baptiste Rudelle, Nicolas Steegmann, Alexis Teplitchi, Victor Wacrenier.

Conception/rédaction : Laurence Lucas
Crédit photo Jean Moreau : Louise Thibon

The Galion Project
 34, boulevard des Italiens
 75009 Paris
www.thegalionproject.com

Février 2022

