

**Vente d'une participation majoritaire, prêt vendeur :
points d'attention pour le vendeur qui reste investi dans son
entreprise après la vente**

par Frédéric Rochat

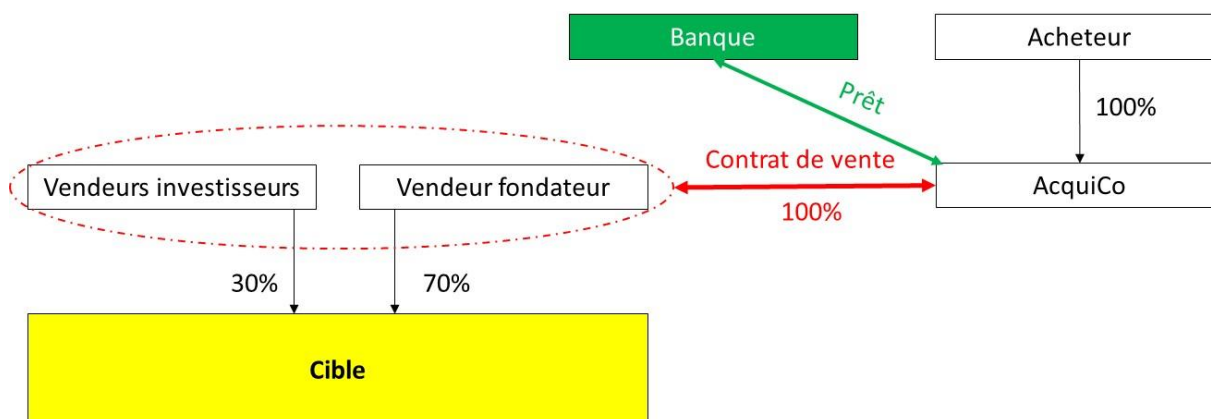
Vente d'une participation majoritaire ou prêt vendeur : points d'attention pour le vendeur qui reste investi dans son entreprise après la vente

Cette brève contribution, qui reprend une partie de la *Masterclass* organisée le 11 mars 2025 par la Chambre des Experts en transmission d'entreprise, vise à mettre en exergue quelques points d'attention pour le vendeur d'une entreprise qui conserve un investissement dans son entreprise après la transaction.

L'hypothèse qui sous-tend les différents cas de figure étudiés ci-dessous est la suivante :

- La société cible est détenue à 70% par son fondateur et à 30% par des investisseurs.
- Les investisseurs souhaitent réaliser intégralement leur investissement, à l'inverse du vendeur qui est ouvert à conserver une position future dans la cible (sous forme de créance ou d'actions) ;
- L'acheteur crée une nouvelle société pour acquérir la société cible (on parle de véhicule d'acquisition, AcquiCo). Une telle structure facilite l'octroi d'un prêt bancaire dont l'acquéreur a besoin pour financer l'acquisition. Ce véhicule d'acquisition est l'entité partie au contrat de vente ; il utilisera les dividendes versés par la cible (en principe sans frottement fiscal notable) pour rembourser la dette contractée pour l'acquisition.

Le schéma de base est donc en substance le suivant :



A titre d'exemple, envisageons une valeur totale des actions de la cible de CHF 5 millions, un acheteur disposant de fonds propres de CHF 1 million, qu'il injecte dans le véhicule d'acquisition, et une banque disposée à prêter au véhicule d'acquisition CHF 3 millions.

1^{er} cas de figure : prêt vendeur

Il n'est pas rare, particulièrement dans les cas de *management buy-out* (MBO) ou *management buy-in* (MBI) que les vendeurs soient requis de renoncer au paiement immédiat d'une partie du prix, pour permettre de boucler le financement de la transaction de vente de leurs actions. On parle alors souvent de « prêt vendeur ». Ainsi, les vendeurs, qui vendent 100% de leurs actions, perçoivent, par exemple, 80% du prix en espèces (financé à hauteur de 20% en fonds propres de l'acquéreur et 60% par un prêt bancaire). Le solde de 20% du prix sera payé ultérieurement, et reste ouvert sous forme d'un prêt vendeur contre le véhicule d'acquisition.

Dans notre exemple, avec un prix de vente de CHF 5 millions, le véhicule d'acquisition dispose de CHF 4 millions (CHF 1 million provenant des fonds propres de l'acheteur et CHF 3 millions de prêt bancaire) ; les investisseurs reçoivent leur part (30%) du prix de vente immédiatement, soit CHF 1.5 million, tandis que le fondateur touche CHF 2.5 millions et conserve une créance (prêt vendeur) contre l'acheteur à hauteur de CHF 1 million.

Cette situation appelle les remarques suivantes :

- *Effet incitatif.* La banque voit souvent d'un bon œil l'existence d'un prêt vendeur, car elle assure dans une certaine mesure que le vendeur (i) croit au potentiel futur de la société qu'il vend et (ii) qu'il s'engagera au profit de la société (notamment pour gérer la transition) à moyen-long terme pour que la société puisse rembourser son prêt.
- *Subordination.* Si la première discussion sur les conditions du prêt vendeur a généralement lieu entre les vendeurs concernés et l'acheteur, c'est en pratique bien souvent la banque finançant l'acquisition qui en dictera certaines modalités.
 - Le prêt vendeur sera généralement subordonné au prêt bancaire, ce qui signifie que le remboursement du prêt vendeur ne peut intervenir que si et dans la mesure où le remboursement du crédit bancaire est suffisamment sécurisé.
 - L'ampleur de cette subordination varie selon les types de transaction et les acteurs en présence. Dans sa forme la plus extrême, la subordination implique qu'il ne peut pas y avoir de paiement au(x) vendeur(s) tant que le crédit bancaire subsiste (l'horizon de temps pour le remboursement du crédit bancaire est typiquement de l'ordre de cinq à sept ans). Il n'est toutefois pas rare que la banque accepte des remboursements du prêt vendeur (ou à tout le moins le paiement des intérêts) dans la mesure où les résultats de la cible, et les dividendes qu'elle peut verser au véhicule d'acquisition, dépassent les montants nécessaires pour le service de la dette bancaire (intérêt et amortissement). Il est parfois possible de convenir d'une clause *pari passu*, où la banque et le prêt vendeur sont remboursés pro rata, à tout le moins lorsque l'endettement bancaire a pu être ramené à un niveau de risque acceptable pour la banque.
- *Taux d'intérêt.* Le taux d'intérêt du prêt vendeur est très variable. D'un côté, la subordination au prêt bancaire implique que le risque pris par le(s) vendeur(s) est supérieur et mérite un taux d'intérêt plus élevé que le taux du crédit bancaire ; d'un autre côté, l'acheteur invoque souvent, pour faire baisser le taux d'intérêt, que le prêt vendeur est une condition nécessaire à la mise sur pied d'une transaction qui permet la vente de l'entreprise au prix souhaité.
- *Effet de sûreté du prêt vendeur pour l'acheteur.* Le fait pour l'acheteur de ne pas payer immédiatement une partie du prix d'achat des actions constitue pour lui une garantie de pouvoir compenser le dommage pouvant découler d'éventuelles violations de garanties ou de cas d'indemnités des vendeurs. Ainsi, le prêt vendeur peut tenir lieu de retenue sur le prix de vente. Il faut toutefois noter deux points :
 - Si le prêt vendeur n'est pas octroyé par tous les vendeurs proportionnellement (comme dans notre exemple), il faudra régler les rapports entre les vendeurs si

l'acheteur retient une partie du remboursement du prêt vendeur en invoquant de tels violations de garanties ou cas d'indemnités ;

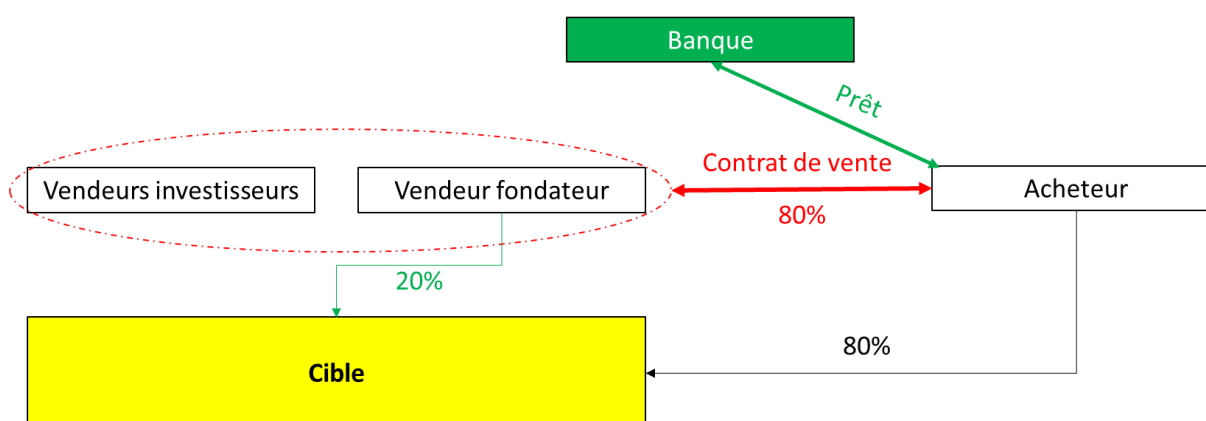
- Les clauses de subordination du prêt vendeur au crédit bancaire, dictées par la banque, interdisent parfois tout remboursement (y compris par compensation) du prêt vendeur ; cela signifie que les vendeurs peuvent être tenus de payer à l'acheteur des dommages-intérêts pour des violations de garanties ou indemnités, quand bien même un montant leur est dû au titre du prêt vendeur.

2^{ème} cas de figure : le vendeur reste actionnaire minoritaire

Il arrive parfois que les parties décident que l'un ou l'autre des vendeurs (dans notre exemple, le fondateur) reste actionnaire minoritaire de la cible, par exemple à 20%. Le fondateur détenant selon notre exemple ci-dessus 70% du capital-actions avant la vente, il toucherait ainsi en espèces le prix afférent à 50% du capital-actions et resterait actionnaire à hauteur de 20% du capital-actions.

Pour les parties, une telle structure présente l'avantage que le vendeur conserve un intérêt au futur développement de l'entreprise ; cet incitatif doit le motiver – encore davantage qu'un prêt vendeur – à assurer la meilleure transition possible et transmettre tout son savoir et ouvrir son carnet d'adresse ! Corollairement, elle expose le vendeur à l'échec de l'intégration et lui fait courir le risque d'une perte de valeur dont il n'est pas responsable et qu'il n'est pas en mesure d'empêcher.

Comme nous le verrons dans le 3^{ème} cas de figure ci-dessous, une telle solution n'est souvent pas possible lorsque l'acheteur procède au travers d'un véhicule d'acquisition. C'est donc généralement lorsque l'acheteur achète la participation en direct que le vendeur pourra conserver ses actions de la cible. Le schéma est alors le suivant :



Dans un tel cas, une convention d'actionnaires entre AcquiCo et le fondateur sera nécessaire pour définir notamment :

- les droits du fondateur de participer à la gouvernance de l'entreprise, et ses obligations comme employé ou administrateur (y compris une prohibition de concurrence, en plus de celle figurant dans le contrat de vente d'actions) ;

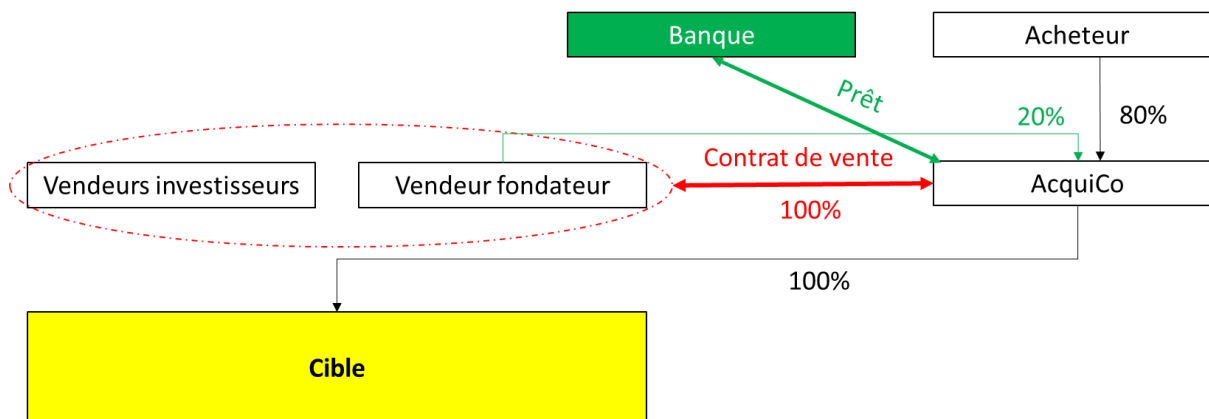
- les conditions auxquelles (i) AcquiCo pourra acheter le solde d'actions du fondateur (option *call*) et (ii) le vendeur pourra exiger de vendre ses actions à AcquiCo (option *put*) ; à cet égard, des délais sont parfois prévus, ainsi que des formules de calcul pour calculer le prix d'acquisition à l'exercice de l'option ; les délais et les prix d'exercice peuvent être identiques ou différents pour l'option *call* ou de l'option *put*.

3^{ème} cas de figure : le vendeur investit au capital du véhicule d'acquisition

Lorsque, comme dans notre hypothèse, l'acheteur utilise un véhicule d'acquisition, le fondateur ne pourra souvent pas rester actionnaire de la cible : le véhicule d'acquisition devra détenir 100% du capital de la cible, ne serait-ce que pour pouvoir percevoir l'entier des dividendes et assurer en priorité le service de la dette bancaire.

Dans un tel cas, les parties se mettront parfois d'accord pour que le fondateur utilise une partie (p.ex. 20%) du prix de vente (qui reste initialement sous forme de créance) pour le réinvestir dans le véhicule d'acquisition, sous forme d'apport en capital. Ainsi, pour reprendre notre exemple du début, les investisseurs perçoivent CHF 1.5 millions correspondant à 30% du prix de vente, et le fondateur perçoit son prix de vente de CHF 3.5 millions (i) en espèces à hauteur de CHF 2.5 millions et (ii) sous forme de 20% d'actions d'AcquiCo (souscrites par compensation avec sa créance de CHF 1 million contre AcquiCo).

Le schéma est alors le suivant :



Il convient de noter les points suivants :

- Il faut être conscient qu'en raison de l'endettement d'AcquiCo, le fondateur n'obtient pas, en valeur, la totalité de sa part au prix de vente : selon notre exemple, la valeur d'AcquiCo est de CHF 2 millions (CHF 5 millions de valeur de la cible, moins les CHF 3 millions de dettes) ; les 20% d'actions obtenus avec sa créance de CHF 1 million ont une valeur de CHF 400'000, de sorte que la valeur effectivement reçue par le fondateur est CHF 2.9 millions, au lieu de CHF 3.5 millions. C'est l'acquéreur qui en profite, puisqu'il détient 80% d'AcquiCo dont la valeur nette s'élève à CHF 2 millions, pour le même montant d'apport initial en fonds propres de CHF 1 million (comparé au

cas de figure du prêt vendeur, dans lequel l'acquéreur détient 100% d'AcquiCo dont la valeur nette s'élève à CHF 1 millions).

- Une convention d'actionnaires devra régler les droits du fondateur en matière de gouvernance (siège au conseil d'administration, éventuels droits de veto) tant au niveau d'AcquiCo que de la cible.
- Enfin, lorsque l'acquéreur est un fonds ou un conglomérat, il arrive que le vendeur soit forcé (ou qu'on lui offre le choix) d'investir à un niveau supérieur de la chaîne de détention ; il se trouve alors exposé non plus aux seuls profits et risques de l'entreprise vendue, mais à ceux d'une entité plus grande (portefeuille de sociétés ou groupe industriel, parfois coté).

Les éléments présentés ci-dessus n'ont aucune prétention à l'exhaustivité, mais peuvent se révéler utiles en pratique pour allumer des feux orange (ou « voir passer les ballons » !) au moment de la discussion sur la structure d'une vente d'entreprise.



Frédéric Roachat

Vice-président de M&A Experts

Docteur en droit, avocat LL.M (Columbia '04)

Managing Partner, Kellerhals Carrard, Lausanne

Kellerhals Carrard
Place St-François 1
1001 Lausanne
+41 58 200 33 00