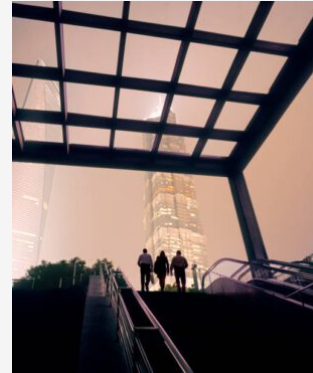


Opérations secondaires de capital-investissement : planification, gouvernance et préparation à la sortie

22 JANVIER 2026 8 MIN DE LECTURE



Expertises Connexes

- [Capital de risque](#)
- [Capital-investissement](#)
- [Fusions et acquisitions](#)
- [Marchés financiers](#)

Auteurs(trice): [Hugo-Pierre Gagnon](#), [Daniel Stysis](#), [Samar-Balkiss Benaskeur](#)

Key Takeaways

- Les opérations secondaires entre investisseurs en capital-investissement sont une solution intéressante pour les investisseurs qui cherchent à vendre leur participation dans des sociétés en portefeuille au moment opportun en l'absence d'une autre voie de sortie optimale ou possible.
- Du côté vendeur, une planification et une négociation rigoureuses sont nécessaires pour obtenir l'approbation et la coopération de la société en portefeuille durant le processus de vente.
- Du côté acheteur, le nouvel investisseur doit structurer son investissement et les documents de gouvernance de la société en portefeuille de manière à se garder une voie de sortie qu'il pourra emprunter aisément au moment opportun avec le minimum d'obstacles, le tout en fonction de son horizon d'investissement particulier.

Introduction

Les investisseurs en capital-investissement se tournent de plus en plus vers les opérations secondaires entre investisseurs, afin de se retirer au moment opportun et d'assurer un déploiement efficace des capitaux quand les autres voies de sortie ne sont pas optimales ou possibles. Au cours d'une opération secondaire, un investisseur en capital-investissement vend la totalité ou une partie de sa participation dans une société en portefeuille à un autre investisseur. Les opérations secondaires permettent aux vendeurs de débloquer des liquidités lorsqu'une société en portefeuille n'est pas prête à un appel public à l'épargne ou à une vente stratégique ou lorsqu'elle n'a pas les ressources nécessaires pour financer un rachat au prix préférentiel. Les acheteurs, quant à eux, ont accès à des actifs éprouvés qui ont des modèles d'exploitation bien établis et une valeur plus certaine.

Les opérations secondaires sont favorisées par une planification en amont, une structuration réfléchie, une répartition mesurée des risques et une coordination entre les investisseurs en capital-investissement, la société et la direction. La planification de la sortie par une telle

opération commence souvent avant même que l'investisseur-vendeur n'acquière sa participation initiale dans la société en portefeuille.

Dans cet article, nous examinons le fonctionnement des opérations secondaires entre investisseurs et nous donnons quelques pistes de réflexion à leur sujet. Ces pistes s'adressent non seulement aux investisseurs en capital-investissement qui cherchent une voie de sortie efficace, mais aussi à ceux qui souhaitent acquérir une participation dans une société en portefeuille dont ils pourront se retirer aisément plus tard.

Aperçu des opérations secondaires

En général, les opérations secondaires visent à atteindre trois objectifs. Premièrement, l'investisseur-vendeur désire une voie de sortie facile qui l'expose au moins de risques possible après la clôture. Deuxièmement, l'investisseur-acheteur veut protéger et bonifier ses droits de sortie éventuels. Troisièmement, les deux parties veulent une évaluation et un prix d'achat convenables.

Les opérations secondaires peuvent être structurées de l'une des façons suivantes :

- Un achat secondaire d'actions entre les investisseurs;
- Un rachat ou un achat par la société des actions détenues par l'investisseur-vendeur, jumelé à la souscription de nouvelles actions du capital de la société par l'investisseur-acheteur;
- Une opération de transfert secondaire hybride entre les investisseurs, jumelée à la souscription de nouvelles actions du capital de la société par l'investisseur-acheteur.

La structure optimale d'une opération secondaire est souvent choisie en fonction des règles fiscales en vigueur au Canada et dans les autres pays concernés. Ainsi, il est toujours recommandé de consulter des fiscalistes dès le début du processus de structuration d'un tel investissement.

Priorités du vendeur : sortie efficace et réduction des risques résiduels post-clôture

L'investisseur-vendeur cherche à restreindre ses déclarations et garanties. Celles-ci se limitent généralement à des questions fondamentales comme son propre statut et le titre de propriété sur les actions qu'il détient dans la société en portefeuille. Le processus requiert la coopération de la société pour qu'elle puisse fournir des déclarations et garanties à son sujet en faveur de l'investisseur-acheteur.

Les obligations d'indemnisation de l'investisseur-vendeur sont habituellement plafonnées au montant réel reçu (ou moins) et sont assujetties à des périodes de survie relativement courtes, le cas échéant. Lorsque plusieurs investisseurs-vendeurs interviennent dans l'opération, ils cherchent souvent à éviter la responsabilité solidaire. Autrement dit, la responsabilité individuelle après la clôture est généralement la norme. Dans ce contexte, les investisseurs-acheteurs peuvent, s'ils le souhaitent, souscrire une assurance déclarations et garanties qui satisfait aux exigences des investisseurs-vendeurs et qui leur permet d'éviter que des manquements aux déclarations nuisent à leur relation avec la société en portefeuille ou sa direction après la clôture.

Les investisseurs-vendeurs devraient aussi protéger les administrateurs et dirigeants qu'ils ont désignés au conseil d'administration ou à des fonctions de direction de la société en

portefeuille. Notamment, les investisseurs-vendeurs devraient veiller à ce que les documents transactionnels contiennent des dispositions d'indemnisation directe par lesquelles la société en portefeuille accepte d'indemniser les candidats proposés par l'investisseur-vendeur à l'égard de toute responsabilité liée à leurs fonctions avant la clôture. Les parties peuvent aussi envisager une assurance responsabilité pour les administrateurs et dirigeants prévoyant une période de couverture post-clôture adéquate.

Priorités de l'acheteur : préparer la prochaine opération de sortie

Les investisseurs-acheteurs veulent structurer les documents de gouvernance de la société en portefeuille de manière à monnayer leur investissement aisément plus tard. Pour ce faire, ils doivent négocier afin de limiter les restrictions et les obstacles liés au transfert des actions, notamment en mettant la sortie par opération secondaire à l'abri des droits de premier refus et des droits de suivi ou sortie conjointe (*tag-along or co-sale rights*) qui peuvent figurer dans les documents de gouvernance de la société. La certitude procédurale importe également. Par conséquent, les investisseurs-acheteurs exigent généralement que les documents de gouvernance comprennent des dispositions claires sur les processus et les conditions facilitant leur sortie éventuelle, comme des périodes de détention plus courtes, des modalités de détermination du prix d'achat des actions et d'évaluation transparentes, des engagements à coopérer, ainsi que des échéances et des limites bien définies.

Il est important pour les investisseurs-acheteurs de structurer leur investissement de manière à protéger leurs options et leur liberté de réaliser des opérations de sortie à l'avenir. Par exemple, les modalités de l'instrument d'investissement devraient inclure des éléments déclencheurs conférant au nouvel investisseur le droit d'exiger que la société et ses autres actionnaires coopèrent à une sortie par voie d'opération secondaire, par exemple par voie de vente forcée ou de mécanismes de droits conditionnels (*springing right mechanisms*). De plus, les investisseurs peuvent demander des dispositions de procuration sur mesure afin de gérer le risque que d'autres investisseurs minoritaires et la direction nuisent aux futures opérations de sortie. Dans le cadre de la planification de leur sortie, les investisseurs-acheteurs doivent aussi songer à la manière d'arrimer leurs propres intérêts économiques à ceux des autres investisseurs et de la direction.

Comblent l'écart d'évaluation

Il va sans dire que tant l'investisseur-vendeur que l'investisseur-acheteur s'intéressent de près à l'évaluation et au prix d'achat. Pour obtenir le meilleur rendement possible, l'investisseur-vendeur peut envisager des enchères officielles ou un processus de détermination des prix afin de demander plusieurs offres. L'investisseur-acheteur, quant à lui, doit effectuer un contrôle diligent de l'évaluation proposée pour vérifier si elle lui convient. La coopération de la direction de la société en portefeuille est nécessaire pour l'ensemble de ces processus.

Il y a plusieurs manières de pallier les écarts informationnels et les désaccords liés à l'évaluation entre les investisseurs. La convention d'achat peut notamment inclure des mécanismes de rajustement du prix d'achat, des clauses de contrepartie conditionnelle liées à des indicateurs de rendement mesurables ou des versements échelonnés du prix d'achat. L'investisseur-acheteur doit chercher à protéger son investissement au moyen des documents de gouvernance de la société. Par exemple, il peut exiger l'ajout d'un rendement minimal de l'investissement et d'un rang de priorité clair en sa faveur sur les distributions futures de la société (qu'il s'agisse des profits ou des produits de la liquidation) et en cas de vente de la société ou d'un autre changement de contrôle. Afin de répartir les risques et d'arrimer les intérêts, l'investisseur-acheteur peut aussi demander à l'investisseur-vendeur de conserver une certaine participation dans le capital-actions de la société pendant un certain

temps après la clôture, sous réserve d'une entente bilatérale qui rassure le nouvel investisseur au sujet de l'évaluation demandée par l'investisseur-vendeur.

En conclusion

Les opérations secondaires entre investisseurs représentent une solution intéressante pour les investisseurs qui cherchent à vendre leur participation dans des sociétés en portefeuille en l'absence d'une autre voie de sortie viable. Du côté du vendeur, une planification et une négociation rigoureuses sont nécessaires pour obtenir l'approbation et la coopération de la société en portefeuille durant le processus de vente. Du côté de l'acheteur, il est important de structurer l'investissement et les documents de gouvernance de la société en portefeuille de manière à se garder une voie de sortie qu'il pourra aisément emprunter au moment opportun, le tout en fonction de son horizon d'investissement particulier.

Osler est régulièrement mandaté pour exécuter des opérations de ce genre au nom d'investisseurs en capital-investissement et de leurs sociétés en portefeuille. Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec les auteurs.