

Les outils du preferred equity américain à l'épreuve du marché français

Septembre 24, 2026

Le marché du *private equity* américain connaît depuis longtemps le mécanisme du *preferred equity* qui est devenu aujourd'hui l'un de ses instruments de financement les plus caractéristiques, attirant tout type de fonds d'investissement, qu'ils soient de profils traditionnels ou plus de long terme (fonds de pensions ou caisses de retraite). Ce mécanisme d'investissement original, situé à la frontière entre dette et capital, se définit comme un instrument d'investissement en capitaux propres complété par des droits économiques contractuels prioritaires et des mécanismes de rendement structurés, permettant de faciliter l'accès des sociétés à des financements conséquents en limitant la dilution par une meilleure valorisation, tout en offrant aux investisseurs une combinaison appréciable de protection contre les risques de perte et de participation au potentiel de création de valeur. En cela, il se distingue des structures de *hybrid capital* françaises dont le sous-jacent principal est obligataire.

Positionné en rang senior sur le *common equity* dans la structure de capital mais après la dette, le *preferred equity* ne bénéficie pas des mêmes mécanismes de protections prioritaires traditionnellement conférés aux prêteurs, sa priorité s'appliquant seulement sur le reste de l'*equity*. C'est d'ailleurs dans cette position intermédiaire que réside son attractivité : il offre aux investisseurs une priorité économique et une protection à la baisse, tout en fournissant aux sociétés un capital souvent moins dilutif que le *common equity*. Ce mode de financement a connu un grand succès dans les divers segments du *private equity*, qu'il s'agisse des opérations de *buy-out* (LBO), investissements minoritaires ou autres opérations de croissance, notamment en raison de la grande flexibilité offerte par le droit américain dans la structuration des instruments de mise en œuvre de ces opérations.

La popularité du *preferred equity* aux Etats-Unis a inévitablement tenté les investisseurs américains de répliquer des mécanismes de protection équivalents dans leurs investissements en France, où la pratique connaît une variété moindre en raison de certaines contraintes juridiques résultant du droit des sociétés ou du droit des contrats. L'expérience récente montre toutefois une tendance forte à la diversification des instruments proposés par les investisseurs pour offrir aux sociétés le financement nécessaire, tout en assurant une protection maximale de l'investissement dans un contexte de valorisation incertaine ou de risque accru. Parmi ces mécanismes, les praticiens ont notamment pu structurer des instruments permettant le versement de dividendes prioritaires en cash et la mise en place d'une *participating liquidation preference*.

1. Les dividendes prioritaires : un instrument marqué par la recherche d'un rendement garanti

L'un des instruments très privilégiés par le *preferred equity* américain, mais que connaît aussi la pratique française, est le droit à un dividende prioritaire en cash, versé avant toute distribution aux détenteurs d'actions ordinaires et/ou de préférence. Le dividende en cash constitue le mécanisme le plus direct par lequel l'investisseur en *preferred equity* reçoit un rendement fixe et régulier sur son investissement. Tout comme en France, ce dividende précipitaire peut être cumulatif ou non cumulatif, bien que la forme cumulative soit la plus observée dans les opérations. Dans ce schéma, les dividendes non versés au titre d'un exercice se cumulent et doivent être intégralement réglés avant que les actionnaires ordinaires ne puissent recevoir la moindre distribution. Aux Etats-Unis, les dividendes cumulatifs sur *preferred stock* peuvent s'accumuler au fil du temps ou être déclenchés par la survenance d'un événement spécifique, tel que l'atteinte d'objectifs de flux de trésorerie ou de niveaux de rentabilité. Ce mécanisme est bien connu des opérations de LBO françaises, dans lesquelles les actions de préférence à dividende prioritaire (« ADP taux ») permettent de répliquer un mécanisme équivalent à celui d'obligations convertibles, et ainsi de générer un rendement fixe aux investisseurs financiers et/ou la mise en place d'une composante de *sweet equity* au profit des managers.

En revanche, dans les LBO classiques français, les dividendes à taux fixe sont cumulés pendant la période d'investissement et ne sont payés qu'à la sortie de l'investisseur financier. Ce système diffère fondamentalement du paiement annuel de dividendes en cash (*cash dividends*), qui représente un mécanisme particulièrement typique du marché américain mais demeure assez largement méconnu en France. Dans les opérations américaines, les *preferred shares* sont fréquemment structurées avec un dividende annuel généralement exprimé en pourcentage de la valeur de souscription, payé en numéraire chaque année. Ainsi, les investisseurs bénéficient d'un flux de revenus régulier, comparable à un coupon obligataire, tout en maintenant leur exposition à la création de valeur. Dans les structures américaines de type LLC, le rendement prioritaire peut prendre la forme d'une distribution préférentielle (*preferred return*) plutôt que d'un dividende au sens du droit des sociétés.

Bien entendu, un dividende payable annuellement en numéraire suppose la génération de cash flows récurrents et suffisants afin de servir le montant de dividende annuel. De fait, cette structure ne sera adaptée qu'aux sociétés ayant un certain niveau de maturité, une génération de cash régulière et une capacité distributive conséquente. En particulier, le paiement annuel du dividende en cash devra être articulé avec le financement externe (bancaire ou unitranche) afin de permettre la mobilisation de numéraire pour le paiement du dividende sans obérer les capacités financières de la cible et son niveau de levier maximal.

Cette préférence pour un dividende cash aux Etats-Unis s'explique par plusieurs facteurs structurels propres. En premier lieu, une partie des investisseurs institutionnels américains, en particulier les fonds de pension et les compagnies d'assurance, recherche des instruments générant un rendement courant (*current yield*) pour répondre à leurs engagements de distribution auprès de leurs souscripteurs (assez typique dans certains profils d'*open ended funds*). Leur profil de risque diffère également de celui d'un fonds de *venture capital* ou d'un fonds LBO misant avant tout sur une création de valeur à la sortie. Ensuite, le dividende en cash fonctionne comme un outil de discipline financière pour la cible, renforçant ainsi l'alignement d'intérêts entre investisseurs et management. La conséquence évidente en est que la société doit avoir un profil de génération de cash immédiat, régulier et permettant de couvrir ses autres besoins de trésorerie. Enfin, dans un contexte de taux d'intérêt élevés comme celui observé depuis 2022, les intérêts cash sont un moyen pour les investisseurs de dérisquer leur investissement à horizon plus rapide que la sortie.

Ainsi, même si la pratique française n'est pas familière de cette structuration, cette dernière a pu être mise en place dans certaines opérations au profil particulier : par exemple, une cible générant beaucoup de cash mais opérant sur un marché de niche, pourrait voir ses capacités d'expansion plus limitées et ne pas bénéficier de relais de croissance externe via des build-ups (stratégie classique dans les montages LBO). Dans ce contexte, un dividende annuel cash, avec un taux dégressif, permet à l'investisseur de recouvrer une partie de son investissement à horizon moyen terme, tout en bénéficiant d'un upside au moment de la sortie.

Si ce mécanisme semble très attirant du point de vue théorique, il peut cependant se heurter à certains obstacles juridiques liés au droit français. En premier lieu, c'est une évidence, l'existence d'un bénéfice distribuable permettant aux actions à dividende prioritaire de capter celui-ci avant les autres associés. Cette contrainte existe également aux Etats-Unis. En outre, le droit français impose d'autres limites d'ordre public qui n'existent pas forcément en droit américain : la prohibition des clauses léonines (article 1844-1 du Code civil), qui interdit d'attribuer la totalité du profit à un associé ou de l'en exclure totalement (qui se traite usuellement par une première tranche de distribution *pari passu* pour tous les actionnaires dans le *waterfall*, généralement à hauteur du nominal ou d'un certain pourcentage des produits de sortie), et l'interdiction des clauses d'intérêts fixes (article L. 232-15 du Code de commerce) qui suppose notamment de respecter les dispositions d'ordre public applicables au versement de dividendes. Les praticiens devront dès lors être très vigilants dans la rédaction des termes et conditions des instruments, afin d'éviter d'encourir la nullité du mécanisme de dividende prioritaire en cash.

2. Le *participating preferred equity*: cumul du rendement fixe et exposition à la création de valeur

Les opérations de venture/growth capital françaises utilisent très majoritairement le mécanisme de *liquidation preference*, par lequel les investisseurs détenteurs d'actions de préférence reçoivent par priorité sur les autres associés un montant des produits de sortie correspondant au capital investi, parfois assorti d'un multiple (par exemple 1,5x ou 2x le montant de l'investissement initial) et/ou d'un droit à percevoir son prorata dans les produits de cession (*participating* vs. *non-participating*). Si on a vu réapparaître en France à partir de 2022 des multiples de *liquidation preference* supérieur à 1x, cette pratique semble en net reflux depuis plusieurs mois, les investisseurs ayant recours à d'autres mécanismes relatifs (BSA relatifs, BSA donnant à d'autres actions de préférence, etc.). Cette *liquidation preference* s'exprime à travers des *non-participating preferred shares*, ces dernières étant la norme sur le marché français.

Le *preferred equity* américain connaît lui plus souvent le mécanisme de *participating preferred*, structure dans laquelle l'investisseur bénéficie à la fois du rendement prioritaire décrit plus haut et d'une exposition à l'*upside* du capital soit via le *waterfall* soit via des *warrants*, une conversion en capital ou un co-investissement en *common equity*. Il s'agit du mécanisme couramment utilisé aux Etats-Unis pour ce type d'opérations hybrides.

Ce mécanisme permet à l'investisseur de bénéficier d'un double retour, qualifié de « *double-dip* » dans la pratique américaine. Le mécanisme fonctionne en deux temps. Lors d'un événement de liquidité, l'investisseur reçoit d'abord un montant correspondant au capital investi, assorti ou non d'un multiple, au titre de la *liquidation preference*. Ensuite, et c'est là la spécificité du mécanisme, le même investisseur participe au partage du solde résiduel des produits de cession, aux côtés des détenteurs d'actions ordinaires, comme si ses actions avaient été converties en *common stock* (et sous réserve des autres *liquidation preferences* applicables aux actions de préférence de rang plus junior).

Si le mécanisme n'est pas fréquemment utilisé dans les opérations françaises, il peut s'avérer tout à fait utile pour les opérations dans lesquelles l'investisseur joue plus un rôle de financeur d'une phase de croissance d'une société ou une réorganisation. Il peut se cumuler avec le versement d'un dividende prioritaire en cash, le *waterfall* prévoyant alors une répartition des produits de sortie variable selon la performance du projet. Ainsi, plus le multiple de sortie de l'investisseur financier est élevé, plus le rééquilibrage se fait en faveur du management et des investisseurs minoritaires, l'investisseur financier bénéficiant ainsi d'une partie des produits de sortie lui permettant d'améliorer sa performance en complément des dividendes reçus. En général, il est cependant prévu un plafond (usuellement 3 ou 4 fois l'investissement initial) ainsi que des mécanismes de rattrapage (*catch-up*) au profit des autres parties, permettant de répartir les produits de cession excédentaires à leur profit. Ce mécanisme de « *double-dip* » est plus rare dans les opérations françaises, hormis les refinancements en urgence (*rescue financing* ou *pay to play*) peut-être parce que la prohibition des clauses léonines (cf. ci-dessus) est susceptible de créer une zone d'incertitude juridique autour de certains mécanismes trop favorables à une seule catégorie d'investisseurs. Toutefois, cette incertitude semble pouvoir être dépassée par la rédaction précise et adéquate des clauses contenant le *waterfall*, ce qui n'empêcherait pas, au moins en théorie, sa mise en place.

Ainsi, si la convergence entre les pratiques américaine et française est indéniable (les praticiens français important progressivement les mécanismes de *preferred equity* américains dans leurs montages de LBO), des différences structurelles persistent, en particulier en ce qui concerne les dividendes prioritaires et les *participating preferred shares*. Ces différences sont le fruit de multiples facteurs, notamment des rapports de force différents, des contraintes juridiques plus prégnantes ainsi que des approches différentes des investisseurs en termes de création de valeur. Il reste néanmoins très perceptible que du fait de la présence croissante d'acteurs américains dans ces opérations, les mécanismes classiques connus outre-Atlantique devraient continuer de se développer en France et permettent de faire converger par des solutions techniques des positions divergentes sur les valorisations ou des incertitudes sur les perspectives ou les risques des projets. Certaines opérations dans le domaine de l'énergie ou des infrastructures par exemple, qui se caractérisent par des attentes de rendements réguliers, pourraient à n'en douter se positionner en candidates idéales à la mise en place de tels mécanismes. Cela d'autant plus que les grands investisseurs internationaux, très marqués par les pratiques américaines, seront à coup sûr enclins à proposer ces outils.

[Related Professionals](#)

- **Pierre-Marie Boya**
Partner
- **Matthieu Grollemund**
Partner