

Article

OPTION DROIT & AFFAIRES / MARCHÉ & ANALYSE

Dual track et management packages

Décembre 2015 / janvier 2016 - par Jean-François Louit et Caroline Lan

Il est aujourd'hui fréquent que les fonds, qui préparent leur sortie d'un groupe, lancent un double processus de cession, par voie d'introduction en bourse (IPO) et de cession à un autre fonds ou à un «industriel».

Ce double processus (*dual track*) permet notamment de palier la volatilité des marchés boursiers et de mettre une saine pression sur les candidats acquéreurs. Il est néanmoins complexe à maîtriser tant du point de vue de la valorisation de la société que du simple point de vue processuel. En effet, les calendriers des deux processus se déroulent souvent en parallèle, l'issue de l'opération (IPO ou cession) étant souvent incertaine jusqu'à sa réalisation.

Les conséquences pour la société concernée sont radicalement différentes, selon que l'on aboutisse à une IPO, une cession à un industriel ou encore à un fonds d'investissement. Ceci vaut également pour le management, par exemple, en termes de gouvernance du groupe ou encore en ce qui concerne sa participation au capital. Il est donc intéressant d'évoquer les principales questions en la matière dans le cadre de ces trois situations la sensibilité des actionnaires au prix de l'opération, la liquidité au moment et à l'issue de l'opération et le profil du package futur.

Concernant la sensibilité des actionnaires au prix de l'opération, il est vrai que, dans tous les cas, ce prix servira de référence pour cristalliser la répartition du capital entre le fonds cédant et le management, à la suite du débouclage du «*management package*» existant.

Néanmoins, dans le cadre d'une IPO, le fonds n'est pas tenu de céder tout ou partie de sa participation (contrairement à une sortie LBO ou industrielle). Le fonds peut ainsi décider d'introduire la société à un prix plutôt faible (qui cristallisera défavorablement la valeur du management package) et différer la cession de ses titres sur le marché.

Le management peut donc être dans une situation relativement fragile dans ce type de processus, et ce d'autant que la visibilité sur la structure de l'offre est limitée jusqu'à la publication de la note d'opération (environ deux semaines avant la réalisation de l'IPO) et que le prix d'IPO n'est déterminé par la société qu'à la toute fin de l'opération sur la base des retours du marché. Concernant la liquidité au moment de l'opération (en d'autres termes, la possibilité de céder tout ou partie de ses titres), la situation du management varie, selon l'option de sortie choisie. Dans le cadre d'une cession à un industriel, le management pourra en principe céder la totalité de ses titres mais aura rarement l'occasion de réinvestir dans un nouveau package. Une cession à un autre fonds entraînera souvent l'obligation pour le management de réinvestir au moins 40 à 50 % du produit de la vente.

Enfin, dans le cadre d'une IPO, le management pourra céder une partie de sa participation, souvent dans les mêmes proportions que l'actionnaire financier (selon le principe prévu dans le pacte convenu à l'origine). Les modalités d'application de ce principe font néanmoins toujours l'objet de discussions.

En outre, concernant la liquidité à l'issue de l'opération, le calendrier est également assez différent en LBO ou à la suite d'une IPO, dans la mesure où, dans cette dernière situation, le management pourra céder tout ou partie de ses titres à tout moment sur le marché à l'issue de son éventuel engagement de lock-up (en général de 6 à 12 mois) et sous réserve des contraintes réglementaires (périodes grises, etc).

Au contraire, le management, s'il réinvestit dans le cadre d'un nouveau LBO, sera contraint de conserver ses titres pendant la période d'investissement du fonds (en général, de 4 à 6 ans) Par ailleurs, l'option de sortie a un impact important sur l'éventuel package futur du management.

En cas d'IPO, le futur package comprendra éventuellement un plan d'actions gratuites portant au maximum sur 2 à 3 % du capital lors de l'IPO, suivi de plans annuels dont l'ampleur variera selon le secteur et la taille de la société. En outre, ce package devra être finement ajusté aux contraintes légales et de gouvernance spécifiques aux sociétés cotées.

En cas de cession LBO, le management négociera les modalités de son réinvestissement, avec, en principe, un package structuré de telle sorte qu'il permette une captation de valeur plus importante au profit du management mais avec un niveau de risque également plus élevé.

Enfin, nous pouvons constater que, sur les différents sujets évoqués ci-dessus, les pactes d'associés sont souvent très précis s'agissant de l'organisation d'un processus de cession mais plus flous s'agissant du processus IPO. Cet encadrement juridique plus faible ainsi que la nouveauté et la technicité des sujets boursiers obligent le management à redoubler d'attention dans le cadre des processus comprenant une option IPO.