

PUBLIC TO PRIVATE

UN CONTEXTE LÉGISLATIF FAVORABLE

Le grossiste et assureur lyonnais April et l'éditeur de solutions digitales Harvest, tous deux cotés sur Euronext, se sont engagés dans des processus de P to P (public to private) avec des fonds d'investissement. La période est-elle propice au retrait de cote?

ENTRETIEN AVEC

Olivier Diaz, associé du cabinet Gide Loyrette Nouel et Jean-François Louit, associé du cabinet Mayer Brown.

Depuis la prise de contrôle de Cegid par Silverlake Partners et Altaone en 2016, aucune société cotée d'envergure ne s'était laissée tentée par le LBO. Pourquoi le P-to-P est-il si rare ?

Olivier Diaz: Le principe du P-to-P repose sur la possibilité d'effectivement retirer la société de la cote. Or l'opération Cegid est en elle-même une réponse à la question puisque le processus a été pour le moins compliqué. Les fonds ont dû s'y prendre à deux reprises pour parvenir à atteindre le seuil requis de 95 % et retirer la société de la cote. Trois minoritaires avaient en effet acquis des titres, au cours de l'opération, avec pour objectif de monnayer leur retrait à un prix par action nettement supérieur à celui proposé dans l'offre.

Le marché français a du mal à appréhender ces opérations de squeeze out car plusieurs opérations ont rencontré des difficultés dans leurs processus. On se souvient notamment d'Ardian qui avait fait une offre publique sur Camaïeu sans parvenir à ramasser aucun titre. La société était finalement sortie de la Bourse en 2011, mais sous l'égide de Cinven.

Le P-to-P est néanmoins une voie intéressante pour les sociétés de taille moyenne. La Bourse de Paris est un instrument utile pour les grosses capitalisations. Mais pour les autres, elle ne parvient pas à jouer efficacement son rôle de financeur. Le LBO peut dans ce cadre présenter l'attrait de pouvoir restructurer, réorganiser et développer la société de manière confidentielle, sans la pression du cours de Bourse tout en assurant une création de valeur sur le long terme.

Quel est l'intérêt pour les managers ?

Jean-François Louit: Pour les managers, l'intérêt du P-to-P est notamment d'investir de manière significative au sein du capital de leur société, aux côtés de l'investisseur financier, et de profiter ainsi d'un partage favorable de l'accroissement de valeur future de la société.

Quand la société est cotée, les instruments d'intéressement sont très souvent des actions gratuites et le potentiel de gain est souvent limité (il se traduit par un pourcentage assez faible du capital par an ou un certain nombre de mois de salaire de chacun des bénéficiaires). Dans un contexte LBO, le potentiel de gain est plus élevé de même que le niveau de risque en raison des différents éléments suivants : l'investissement des managers, mais aussi le hurdle en dessous duquel tout ou partie du package ne vaut rien, ou encore plus généralement le niveau d'endettement du groupe. Néanmoins, nous avons pu constater ces dernières années un rapprochement des pratiques de ces deux mondes. Les actions gratuites sont ainsi utilisées de manière plus fréquente dans les opérations de LBO et ce depuis l'amélioration de leur régime juridique et fiscal. Par ailleurs, il est également possible de voir des sociétés cotées avoir recours à des outils payants pour leurs managers. Je pense, par exemple, à AccorHotel dans le cadre de son plan de co-investissement. Le groupe Publicis s'est également inscrit dans une démarche similaire depuis de nombreuses années. Nous travaillons actuellement pour le compte de plusieurs entreprises cotées qui réfléchissent à l'utilisation d'ADP gratuites ou payantes.

Qu'en est-il des fondateurs ?

Olivier Diaz: Les fonds demandent aux managers fondateurs de réinvestir car le succès de l'opération repose bien souvent sur leur capacité à conserver les hommes clés. Et c'est bien pourquoi les opérations de P-to-P sont si mal appréhendées par les actionnaires à qui il est proposé de vendre leurs actions, tandis que les fondateurs, eux, réinvestissent. Ils y voient une inégalité de traitement. Le dossier Club Med avait de ce point de vue-là concentré toutes les attentions. Pour autant des garde-fous solides existent, notamment quant à l'information du marché, l'intervention d'un expert indépendant



pour attester du prix équitable, et la prise de position du conseil d'administration excluant les administrateurs intéressés.

Jean-François Louit: En outre, la mise en place d'un package dans le cadre d'un P-to-P peut poser d'autres questions de valorisation comme par exemple dans le cadre de l'éventuel réinvestissement par les managers de leurs titres cotés. Un tel réinvestissement implique en effet l'intervention de plusieurs experts (commissaire aux apports, commissaire aux avantages particuliers et valorisateur) en vue de l'émission des instruments du package. En ce qui concerne plus spécifiquement les fondateurs, un P-to-P peut être aussi l'occasion d'organiser leur succession, aux côtés et avec l'appui de l'investisseur financier. L'opération Harvest est un bon exemple de cette situation.

April est entré en négociations exclusives avec CVC Capital Partners et Harvest discute avec Five Arrows Principal Investments depuis la fin de l'année dernière. Qu'ont de commun ces deux opérations ?

Olivier Diaz: Le capital est composé de manière similaire c'est-à-dire avec un actionnaire majoritaire – les fondateurs – qui détiennent le contrôle juridique des sociétés. Dans le cas d'April, le fondateur Bruno Rousset avait déjà pris de la distance par rapport à la gestion au jour le jour de l'entreprise avec un management opérationnel et expérimenté et il s'agit donc plus d'une opération de cession patrimoniale. Dans le dossier Harvest, les fondateurs sont toujours impliqués dans le management. La continuation de l'implication du management correspond à la situation souhaitée par les fonds. D'un autre côté, chacune de ces transactions s'est inscrite dans un véritable processus concurrentiel avant l'entrée en négociations exclusives, ce qui donne du confort sur le fait que les conditions convenues sont les meilleures possibles pour des actifs solides et recherchés.

La loi Pacte prévoit de réformer la procédure de retrait obligatoire de la cote. Quel pourrait être son impact sur le marché ?

Jean-François Louit: La loi Pacte prévoit en effet un assouplissement des règles de sortie de cote et l'abaissement de 95 % à 90 % du seuil de détention nécessaire à l'exercice du retrait obligatoire. Ainsi, après la publication de cette loi, un actionnaire qui détiendra 90 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée pourra procéder à son retrait de la Bourse. Cette réforme alignera la France sur la majorité des pays européens qui, depuis la directive dite OPA de 2004, avaient abaissé leur seuil à 90 %. Elle devrait également limiter les prises de participations opportunistes des activistes en cours d'opération. La loi Pacte pourrait donc ouvrir des perspectives intéressantes pour les sociétés et pour le marché boursier français notamment pour les sociétés de taille moyenne.

Quels types de fonds pourraient être intéressés par de telles opérations de squeeze out ?

Olivier Diaz: Instinctivement, on pourrait penser que les fonds français, habitués au marché hexagonal, seraient les premiers concernés. Pourtant les fonds américains, habitués aux opérations de P-to-P sur le marché US, pourraient être également y être sensibles. Il est certain que ce texte pourrait enclencher des mouvements sur les marchés boursiers. J'ajoute que les sociétés d'investissements françaises qui sont elles-mêmes cotées – comme Tikehau, Eurazeo ou encore Wendel – pourraient y trouver un avantage en proposant un accord de fusion pour faciliter la sortie des actionnaires minoritaires, à la suite de leur offre en cash, quitte à compenser la dilution par l'utilisation de leur programme de rachat d'actions. C'est un avantage qu'elles ont sur les acteurs purement privés. Pour l'instant, aucune de ces sociétés n'en a profité sur le marché français, mais ce nouveau contexte législatif pourrait les y engager.

[ONDINE DELAUNAY

▲ Ci-dessus, de gauche à droite: Olivier Diaz et Jean-François Louit.