

AVIS D'EXPERT



CHARLES CARDON
ASSOCIÉ, DECHERT

Débouclage de management package et IPO: le bon timing

Le calendrier et les contraintes juridiques d'une IPO nécessitent de porter une attention particulière au débouclage du management package lors des sorties de LBO.

Profitant de la réouverture des marchés, les introductions en Bourse de sociétés de portefeuille détenues par des fonds d'investissement se sont multipliées depuis 2013. Citons notamment les IPO de Tarkett en 2013 (dont KKR était l'actionnaire principal avec la famille Deconinck), d'Elior en 2014 (avec Charterhouse en actionnaire principal), d'Elis ou Europcar en 2015 (avec Eurazeo actionnaire principal dans les deux cas). Ces sociétés avaient été acquises par des fonds de private equity dans le cadre d'opérations de LBO. Dans ces transactions, des mécanismes de management package sont généralement mis en place afin d'intéresser les managers du groupe à la réussite de l'opération. Les managers peuvent ainsi prendre une participation capitalistique dans l'opération. Cette prise de participation se fait par l'intermédiaire d'une société holding d'investissement, désignée sous le vocable de Manco.

Lors d'une sortie de LBO par cession à un autre fonds ou à un industriel, le débouclage du management package se fait concomitamment à la cession intégrale par l'actionnaire principal de sa participation, à un prix déterminé sur la base du retour sur investissement réalisé par le fonds au titre de son investissement. Ce rachat se fait de deux façons :

- soit par liquidité « directe », l'acheteur acquérant les actions de la société holding d'investissement auprès des managers ;
- soit par liquidité « indirecte », l'acheteur acquérant les actions de la cible auprès de Manco, cette dernière répartissant ensuite le produit de cession entre ses propres actionnaires. Cette sortie par liquidité indirecte se produit si certains managers actionnaires du holding d'investissement ne coopèrent pas au processus de cession (notamment en cas de contentieux avec certains managers actionnaires de Manco ayant quitté le groupe lors de la sortie) ou si ce holding a des passifs ou des actifs autres que les actions de la cible.

Le mécanisme d'introduction en Bourse présente plusieurs particularités impactant le débouclage du management package.

Tout d'abord, le fonds d'investissement ne cède pas l'intégralité de sa participation et ne connaît donc pas, lors de l'introduction en Bourse, son retour sur investissement définitif, qui permet de calculer la rétrocession de plus-value à laquelle ont droit les managers. Autre particularité, les managers actionnaires conservent post-introduction en Bourse une part substantielle de leur investissement, qui fait généralement l'objet d'un engagement d'incessibilité (lock-up) durant une période de 6 à 12 mois. Se pose la question de la liquidité de cette participation, fortement réduite si elle reste logée dans un holding d'investissement et non dans la société cotée.

Afin de faire face à cette situation, le pacte conclu lors de l'investissement du fonds d'investissement et des managers prévoit un mécanisme de débouclage du management package lors d'une IPO, avec mise en œuvre d'une fusion du holding d'investissement avec la société cotée, à une parité déterminée sur la base du prix d'introduction en Bourse.

Débouclage intégral du package à l'IPO

Le débouclage se fait en intégralité lors de l'introduction en Bourse. Le retour sur investissement du fonds est ainsi calculé sur la base du prix d'introduction en Bourse, malgré le fait que l'actionnaire de contrôle conserve une participation substantielle dans le capital de l'émetteur. Ce débouclage intégral lors de la cotation offre deux avantages principaux. Tout d'abord, la simplicité. En effet, prévoir un débouclage « au fil de l'eau », en fonction des conditions financières des cessions réalisées par le fonds, serait complexe à mettre en œuvre. Il serait alors nécessaire de calculer chaque fois le retour cumulé du fonds d'investissement, sur la base de l'ensemble des cessions effectuées, avec des ajustements à réaliser – pouvant jouer dans les deux sens – en fonction des prix de vente. Le maintien post-introduction d'un mécanisme d'intéressement corrélié exclusivement aux intérêts d'un actionnaire pose également un problème de conflit d'intérêts. Cet intérêt d'un actionnaire peut pousser à privilégier certaines décisions dans une logique court-termiste, au détriment de la stratégie de l'émetteur. Afin d'éviter ce risque de conflit d'intérêts, le management package doit être débouclé intégralement lors de l'IPO. L'émetteur met alors en place un nouveau mécanisme d'intéressement des managers (par attribution d'actions de performance ou de stock options par exemple) cohérent avec les objectifs et la stratégie annoncée au marché.

Fusion de Manco

Afin de permettre aux managers de détenir des titres cotés, il est nécessaire de mettre en œuvre une fusion-absorption de Manco par la société cotée. Cette fusion se fait lors de l'introduction en Bourse et est décrite dans les opérations de restructuration du capital présentées dans le prospectus, afin notamment d'informer le marché de l'impact dilutif maximum du débouclage du package. Une telle fusion suppose que le holding d'investissement respecte les conditions décrites ci-dessus pour permettre une liquidité directe, à savoir l'absence de passifs et d'actifs autres que les actions de la société cotée. Les contraintes de calendrier doivent également être appréhendées en amont. Une fusion nécessite le respect de nombreux délais, qui imposent de pouvoir déterminer longtemps en avance la date de la réalisation de l'opération. Parmi les délais à respecter figurent notamment la désignation des commissaires à la fusion et le délai de mise à disposition de leur rapport, le délai de 30 jours d'opposition des créanciers et le respect des règles de convocation des actionnaires. Afin de respecter ces délais, le calendrier est établi sur la base de la date envisagée d'introduction en Bourse, en se ménageant une marge de sécurité en cas d'accélération du processus.

Parité de fusion

Autre difficulté par rapport à une opération de fusion classique, la parité de fusion n'est connue que lors de la détermination du prix d'introduction en Bourse à l'issue de la construction de livre d'ordres, soit la veille au soir de la première cotation des actions. Pour traiter ce sujet, il peut être tentant de rendre la parité déterminable en amont, par référence à la fourchette de prix qui sera éventuellement présentée aux investisseurs*, en se référant par exemple à la borne haute ou à la médiane. Cette fixation créerait néanmoins un désalignement d'intérêts avec l'actionnaire de contrôle. Si, par exemple, la fourchette haute est retenue, les managers seront assurés de bénéficier du meilleur prix, quel que soit le prix par action perçu par l'actionnaire de contrôle. Cette décorrélation d'intérêts est contraire à la philosophie et à l'objectif d'intéressement et de motivation du management, à un moment où le rôle des managers est décisif pour la réussite de l'opération. Le livre d'ordres se construit en effet par l'organisation de réunions (« road shows ») avec des investisseurs institutionnels internationaux contactés par les banques introductrices. Ces road shows consistent en une sorte de « tournée » des principaux dirigeants, qui présentent aux investisseurs la société et son projet de développement. Ces rencontres permettent de convaincre les investisseurs de participer à l'opération et d'optimiser le prix d'introduction.

L'alignement d'intérêts sera assuré dès lors que le prix de débouclage du management package correspondra au prix d'introduction en Bourse, déterminé la veille du premier jour de cotation. Afin de concilier cette fixation du prix et les délais nécessaires à la réalisation de la fusion, le traité de fusion prévoira que le rapport d'échange sera calculé sur la base de la valeur réelle des deux sociétés partie à l'opération, laquelle sera déterminée par référence au prix d'introduction en Bourse. Dès la détermination du prix d'introduction, les commissaires à la fusion émettront un rapport complémentaire. Les assemblées générales des actionnaires des deux sociétés concernées pourront alors se tenir, pour approuver la fusion, à une parité calculée sur la base du prix d'introduction. La réalisation de cette fusion devra ainsi intervenir dans un délai très court, en pratique le soir de la fixation du prix d'introduction, afin que les actions nouvelles puissent être créées préalablement à la première cotation. ■

* Si la détermination d'une fourchette de prix d'introduction en Bourse n'est plus obligatoire depuis la position-recommandation AMF 2015-02 du 21 janvier 2015 sur les introductions en Bourse, les émetteurs continuent généralement de prévoir de telles fourchettes dans les opérations (voir Rapport annuel 2015 de l'AMF, p. 68).