

## PRIVATE EQUITY ET SOCIÉTÉS COTÉES : DÉMYSTIFIER LE TAKE-PRIVATE

*Le régime des offres publiques a été modifié par la loi PACTE il y a maintenant près de 2 ans avec notamment l'abaissement de 95 à 90% du seuil du retrait obligatoire. Certains prédisaient une hausse des opérations de public-to-private, en particulier les fonds de private equity qui profiteraient de cibles dont la valorisation boursière serait inférieure à leur potentiel réel.*

*Franck De Vita et Alexis Hojabr, associés du cabinet White & Case, et Anne-Liz Salapian, collaboratrice, reviennent sur les principales tendances du marché et livrent leurs analyses sur les liens entre deux mondes qu'a priori tout oppose : le Private Equity et les sociétés cotées.*



Franck De Vita



Alexis Hojabr



Anne-Liz Salapian

### QUEL EST LE BILAN DE CES DEUX DERNIÈRES ANNÉES ? PEUT-ON PARLER D'UNE ACCÉLÉRATION ?

Le marché a été très actif et on peut parler de réelle accélération en 2020 malgré le contexte sanitaire. On peut ainsi constater qu'il y a eu une dizaine de retraits obligatoires en 2020 et de nombreux public-to-private initiés par des fonds. Beaucoup de dossiers ont été regardés et le rythme reste très actif depuis le début de l'année (plus d'une dizaine depuis janvier). En ce sens, l'abaissement du seuil obligatoire de 95 à 90 % a permis de réveiller un marché qui avait été freiné par la réussite des stratégies d'interlopers consistant à acquérir une participation minoritaire dans une société cible d'une offre, afin de con-

vaincre l'initiateur de relever son prix jugé insuffisant au regard des synergies à venir et des avantages attendus du retrait obligatoire. En portant de 5% à 10% le seuil minimum pour bloquer une offre, la réforme a rendu plus coûteuses ces stratégies. Le risque n'a pour autant pas disparu. Ainsi, le fonds CVC, qui a inauguré le nouveau régime en lançant une offre publique simplifiée sur la société April en 2019, à la suite de l'acquisition d'un bloc majoritaire, a échoué à atteindre le seuil de 90%. Un actionnaire a en effet acquis des titres pour détenir jusqu'à 9% du capital d'April. Les deux parties ont finalement trouvé un accord quelques mois après la clôture de la première offre au terme duquel le minoritaire a apporté ces titres dans la structure de reprise. L'initiateur a ensuite procédé au lancement d'une offre publique de retrait.

**QUELLES SONT LES PRINCIPALES TENDANCES ?  
LES FONDS DE PRIVATE EQUITY, SONT-ILS  
REVENUS SUR CE TYPE D'OPÉRATIONS ?**

En réalité, nous avons observé une majorité d'« offres de fermeture » mises en œuvre par un ou plusieurs actionnaires contrôlant déjà la société (notamment les offres sur Futuren ou XPO Logistics pour lesquelles une première tentative de retrait avait échoué).

Pour les fonds de Private Equity, la structure idéale consiste à acquérir préalablement un bloc de contrôle pour ensuite lancer une offre publique d'achat simplifiée sur le solde du capital. Cela permet de sécuriser une prise de contrôle majoritaire, d'éviter une contre-offre et d'inciter les actionnaires minoritaires à sortir au même prix que le bloc. Pour autant, cela ne permet pas de garantir l'atteinte du seuil de 90%. Ainsi, les offres sur Amplitude Surgical ou Envea en 2020 n'ont pas permis d'atteindre ce seuil de 90%. On a vu également des opérations structurées sous forme d'offre volontaire (i.e. sans acquisition de blocs) : on citera notamment l'OPA sur Medicea pour laquelle l'initiateur (contrôlé par la société américaine Medtronic) avait sécurisé des engagements d'apport à hauteur de 47% du capital : le seuil de 90% a finalement été largement atteint.

Les fonds restent encore majoritairement réservés sur ce type d'opérations : l'incertitude quant à la sortie de cote est une préoccupation dans la mesure où les obligations en terme de gouvernance, la présence d'activistes ou de communication et la présence d'actionnaires minoritaires peuvent être incompatibles avec la gestion d'une participation par un fonds. Il faut effectivement rappeler qu'à la différence des régulateurs anglais ou néerlandais, l'AMF considère encore que, si une offre volontaire peut être conditionnée à l'apport des 2/3 du capital ou des droits de vote de la cible, elle ne peut pas, en revanche, être conditionnée à l'atteinte du seuil du retrait obligatoire, désormais fixé à 90%. Cette règle non écrite conduit à transférer à l'initiateur le risque du retrait obligatoire.

**CE RISQUE D'ÉCHEC D'UN RETRAIT DE LA  
COTE NE PEUT-IL PAS ÊTRE TEMPÉRÉ ?**

Ce sujet mérite certainement un débat de place. Conditionner une offre à l'atteinte du seuil de 90% permettrait de clarifier la situation : soit l'offre réussit et la société sort de la cote, soit l'offre échoue et la société reste cotée. Certains considèrent qu'une évolution sur la conditionnalité augmenterait le nombre d'offres de prise de contrôle suivies d'un retrait et le niveau de prime offert. D'autres considèrent que c'est l'attractivité de l'offre qui doit permettre d'atteindre un seuil d'adhésion élevé, à charge pour l'initiateur de fixer un niveau de prime de nature à convaincre les actionnaires de vendre.

Il existe en tout état de cause plusieurs solutions de nature à remédier à un éventuel échec. L'initiateur dispose de moyens efficaces pour atteindre les 90% s'il ne les a pas atteints à l'issue d'une offre : achats de blocs suivis d'une offre publique de retrait ou nouvelle offre publique simplifiée. Ces situations se gèrent dans le temps. Une offre qui n'atteindrait pas le seuil de 90 % n'est donc en soi pas l'échec de l'opération, laquelle pourra se concrétiser en plusieurs étapes.

Enfin, on observera de nouvelles formes d'investissement pour les fonds qui consiste à participer à une offre en tant que co-investisseur minoritaire aux côtés d'un actionnaire existant. Ainsi, KKR a co-investi dans l'offre publique lancée par les fondateurs sur la société Devoteam. De même, plus récemment, Wendel co-investi dans une holding contrôlée par la famille Deconinck, l'actionnaire majoritaire de la société Tarkett, afin de financer une partie des capitaux propres nécessaires pour lancer une offre publique simplifiée sur le solde des actions non détenues par le majoritaire. Cela réduit le risque dans la mesure où le fonds d'investissement reste minoritaire dans la structure et n'est donc pas directement exposé si la cible reste cotée. On peut aussi envisager d'autres types d'opérations où un fonds viendrait en soutien d'un corporate pour financer une partie d'une offre ou en co-bidder (l'intervention de Meridiam dans l'offre Veolia sur Suez inspirera certainement d'autres opérations).

**EXISTE-T-IL D'AUTRES CONTRAINTES  
À PRENDRE EN COMPTE ?**

Oui. Les fonds de Private Equity doivent s'adapter aux contraintes du monde des sociétés cotées dans le cadre de la mise en œuvre de l'opération et également, si le seuil du retrait obligatoire n'est pas atteint et que la cible reste par définition cotée.

Par exemple, la gestion de l'information sur la cible obéit à des règles précises qui sont notamment reprises dans la Position-recommandation de l'AMF (Guide de l'information permanente) et, de manière générale, les due diligences seront d'une granularité moindre. La réussite d'une opération requiert le respect de la procédure d'enchères et le maintien d'une confidentialité absolue. Ainsi, une fuite peut venir perturber une procédure de cession voire la suspendre si le dispositif anti-rumeur contraint l'émetteur à communiquer.

Enfin, si dans une opération non-cotée les fonds ont l'habitude de travailler de manière très active avec le management de la cible pour le calibrage du nouveau management package notamment, il conviendra, pour une société cotée, de veiller à ce que ce dernier préserve l'intérêt social et ne remette pas en cause l'égalité de traitement et d'information des actionnaires.

La pratique a consacré un certain nombre de *do's and don'ts* qui permettent de traiter ce genre de situation en limitant les risques.