

Ouverture du capital : faut-il préférer l'entrée d'un fonds ou une introduction en Bourse ?

L'ouverture du capital est une solution de financement qui est de plus en plus mise en avant. Il est donc intéressant de comparer deux modes d'ouverture du capital, à savoir : l'entrée d'un fonds d'investissements et une introduction en bourse.



Par Bruno Pichard, associé,



et Hervé Pichard, associé; Pichard & Associés

On cherche aujourd'hui à faciliter le financement des PME-ETI via une ouverture de leur capital. C'est ainsi qu'il est maintenant possible d'ouvrir un PEA spécifique dédié à ces entreprises et qu'Euronext a lancé Enternext, une société qui leur est spécialement consacrée.

L'ouverture de son capital constitue une étape majeure dans la vie d'une société. Les actionnaires antérieurs, le plus souvent membres d'une même famille, doivent alors apprendre à partager le contrôle de leur société. Si un besoin de financement peut le justifier, d'autres motifs sont aussi envisageables comme le souhait de faire de certains salariés des actionnaires ou encore une alliance industrielle. Ici, nous ne nous intéresserons pas à ces motifs mais seulement à trois aspects clés de la diversification du capital en fonction du mode retenu : la valorisation, les pouvoirs et le droit à l'information des entrants, et enfin

Que ce soit via un fonds ou via une introduction en bourse, il s'agira de parvenir à une valeur des actions de la société qui paraisse raisonnable aux actionnaires entrant et aux actionnaires historiques. Il ne semble pas qu'il y ait plus de risques de sur- ou sous-estimation dans l'un ou l'autre cas.

l'horizon de sortie.

1. La valorisation

Pour l'ensemble des intervenants, il s'agit d'un point crucial. Bien souvent, il s'agit d'une des rares occasions où la société fait l'objet d'une véritable évaluation avec des tiers prêts à payer des actions sur cette base. Il y a alors un

impact majeur non seulement en termes patrimoniaux pour les actionnaires historiques mais aussi en termes de fraction du capital détenue par des tiers, avec naturellement des conséquences en termes de contrôle.

Que ce soit via un fonds ou via une introduction en bourse, il s'agira de parvenir à une valeur des actions de la société qui paraisse raisonnable aux actionnaires entrant et aux actionnaires historiques. On peut donc estimer que, même si les processus sont différents, le but est d'arriver à une valeur de marché. Il ne semble pas qu'il y ait plus de risques de sur- ou sous-estimation dans l'un ou l'autre cas.

Dans les deux cas, il peut y avoir un impact sur des opérations intervenues antérieurement, comme par exemple des donations pour lesquelles il faudra qu'il y ait une cohérence entre la valeur retenue lors de la donation et celle utilisée lors de l'ouverture du capital. La même cohérence sera nécessaire en matière d'ISF, le cas échéant.

2. Les pouvoirs et le droit à l'information des entrants

Une première réaction pourrait être de considérer qu'un fonds risque de rechercher des pouvoirs plus étendus que des actionnaires dispersés. Le fonds entre au capital via une négociation avec les actionnaires historiques. Dans ce cadre, il lui est plus simple de définir ses demandes. En particulier, il pourra définir quel rôle il souhaite jouer dans la société. Par exemple, il peut demander à être représenté dans un organe type conseil d'administration ou au contraire préférer avoir un rôle plus en retrait, notamment pour limiter les risques de mise en cause de sa responsabilité au cas où la société rencontrerait des difficultés. Le fonds pourra aussi préciser s'il souhaite ou

non limiter les pouvoirs des dirigeants (qui en général sont aussi les actionnaires historiques). Il pourra enfin déterminer ce qui lui est nécessaire en termes d'information et de périodicité de fourniture de cette information. Il s'agit là d'une affaire de négociation entre actionnaires entrants et actionnaires historiques, pour laquelle il existe une grande liberté, tout particulièrement si la société

est une SAS. Mais le fonds n'acceptant de rentrer dans le capital que sous réserve que soient satisfaites ses demandes et les actionnaires historiques se trouvant face à un nombre limité d'interlocuteurs disposant ainsi d'un plus fort pouvoir de négociation, la société devra satisfaire au moins partiellement les désirs du fonds.

S'agissant d'une entrée en bourse, et sauf si, lors de cette entrée, un nouvel actionnaire vient à détenir une fraction significative du capital, les actionnaires historiques n'auront pas face à eux un nombre restreint d'interlocuteurs, avec le pouvoir de négociation évoqué précédemment. Il y

aura d'ailleurs moins de flexibilité dans l'organisation des pouvoirs et du droit à l'information, puisque l'on sait qu'une société cotée ne peut pas avoir la forme de SAS.

On pourrait en conclure que la mise en bourse conduit à une plus grande liberté pour les actionnaires historiques. Toutefois, ce qui est perdu dans la mise en place conventionnelle de droits, se retrouve dans les obligations prévues par la réglementation en vigueur.

Sans entrer dans le détail, rappelons ainsi que les sociétés cotées sur un marché réglementé sont soumises à des obligations de publications. Ainsi, ces sociétés doivent publier un rapport financier annuel dans les quatre mois qui suivent la clôture de leur exercice, un rapport financier semestriel dans les deux mois qui suivent la fin du premier semestre de leur exercice, une information financière trimestrielle dans les quarante-cinq jours qui suivent la fin des premier et troisième trimestres de leur exercice qui comprend notamment le montant net par branche d'activité du chiffre d'affaires du trimestre écoulé et une description générale de la situation financière et des résultats de l'émetteur et des entités qu'il contrôle pendant la période considérée. Pour les sociétés cotées sur Alternext, les obligations sont plus réduites. Mais il y a aussi des obligations d'information significatives.

La nomination d'administrateurs indépendants dans les sociétés cotées conduit aussi à réduire les pouvoirs des actionnaires historiques au sein du conseil d'administration. Tout comme pour l'entrée d'un fonds, les organes de gestion ou de contrôle voient donc l'entrée de tiers. La

présence d'administrateurs indépendants peut d'ailleurs correspondre à un pouvoir plus étendu confié à ces tiers par rapport à ce que demanderait un fonds qui ne participerait qu'à des organes de contrôle.

3. L'horizon de sortie

Une fois le capital ouvert à un fonds ou sur un marché boursier, se pose la question de la pérennité de cette ouverture. Dans le cas d'une cotation, il n'y a pas d'horizon de sortie. Si les majoritaires détiennent de concert, au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, 95 % des droits de vote, il leur est certes possible de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire permettant de racheter les minoritaires. La société ne pouvant avoir la certitude que ce seuil de 95 % sera atteint, il n'y a pas non plus de certitude quant à la possibilité de mettre en œuvre cette procédure de retrait. Autrement dit, après sa réalisation, l'opération de mise en bourse prend un tour difficilement réversible.

Dans le cas de l'entrée d'un fonds, celui-ci aura souvent la volonté de céder sa partition à moyen terme. Pour permettre que cette cession s'effectue dans de bonnes conditions, il demandera aux actionnaires historiques de s'engager eux aussi à céder leur participation si le fonds ne parvient pas à céder la sienne comme il l'entend. D'une façon ou d'une autre, la présence du fonds est conduite à prendre fin et l'opération est donc en principe bornée dans le temps.

L'existence ou non d'un horizon de sortie n'est pas en soi un obstacle ou un avantage. Tout dépend des motifs de l'ouverture du capital. S'il s'agit par exemple pour les actionnaires historiques de préparer une cession ultérieure de leur participation tout en en cédant d'ores et déjà une partie, l'entrée d'un fonds peut être une option intéressante permettant l'obtention immédiate de numéraire. De même, s'il s'agit de permettre le financement d'une transmission familiale, il peut être envisagé qu'un fonds rachète une partie des titres de la génération sortante pour que ce fonds lui-même revende cette participation à la génération suivante, une fois que celle-ci en aura acquis les moyens.

En sens inverse, les actionnaires historiques, au-delà du financement, peuvent aussi rechercher une fluidité du capital. Ce peut être le cas si des actions sont détenues par des salariés. Il est alors souvent nécessaire de prévoir comment ces salariés pourront vendre leurs titres. Une introduction en bourse peut ainsi être une solution. De même, dans une société familiale, les membres de la famille peuvent vouloir ne pas être « prisonniers » de leurs titres et la bourse peut aussi leur assurer une liquidité. Ici se pose bien sûr la question de déterminer quels contrôles les actionnaires historiques veulent conserver sur leur société et comment y parvenir.

Comme on le voit, au vu de ces trois critères, il n'y a pas une option généralement plus favorable que l'autre. C'est au cas par cas, en fonction des besoins des actionnaires et de la société, qu'il faut choisir. ■

S'il s'agit de permettre le financement d'une transmission familiale, il peut être envisagé qu'un fonds rachète une partie des titres de la génération sortante pour que ce fonds lui-même revende cette participation à la génération suivante, une fois que celle-ci en aura acquis les moyens.