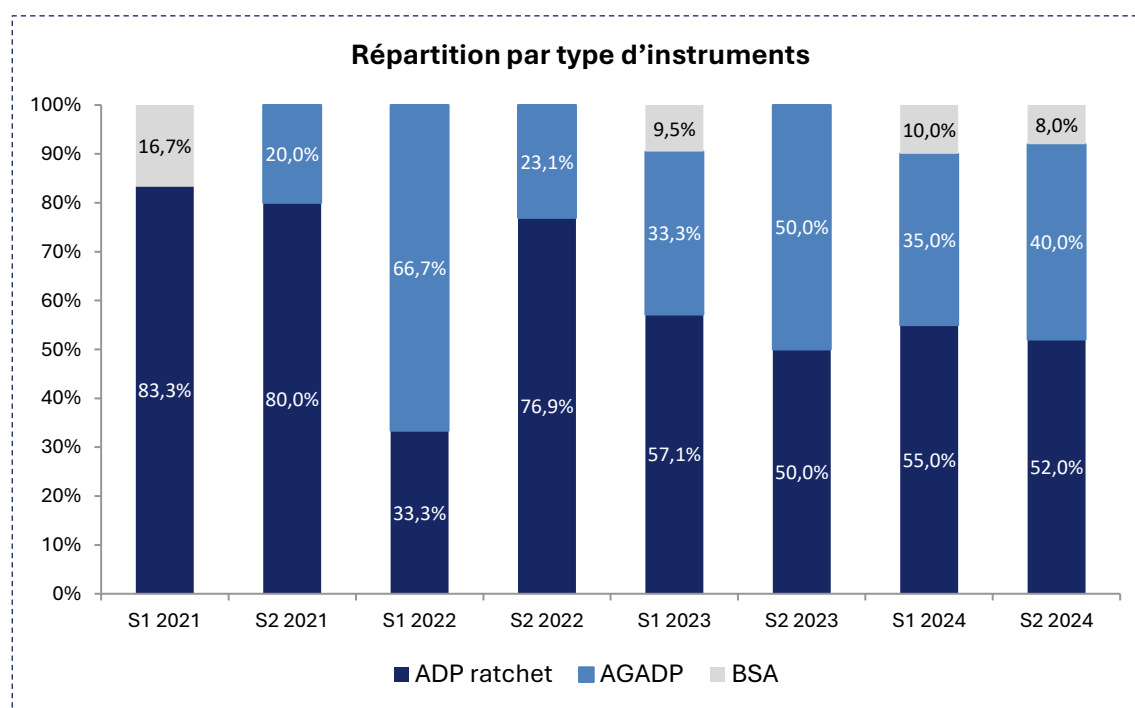


Management Packages – Rétrospective 2021 – 2024

Retour sur les principales évolutions des management packages

Les analyses qui suivent ont été réalisées sur la base d'un échantillon multisectoriel NG Finance recensant plus de 200 missions de management packages sur la période 2021 – 2024. D'un point de vue macroéconomique, le contexte incertain du second semestre de l'année 2024 a été synonyme de continuité du recul en volume et en valeur des opérations de Leverage Buyout (LBO), comme observé depuis le début de l'année 2023. Ce recul s'explique par un climat politique français instable, ayant accentué les incertitudes concernant les investissements des fonds. De plus, la faible croissance économique de 2024, n'a pas joué en faveur de ces opérations.



Source : Panel de transactions NG Finance

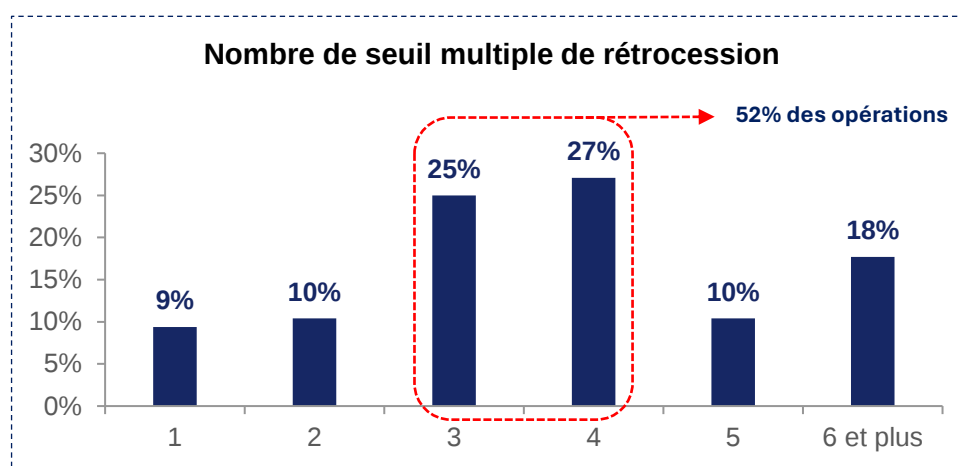
L'étude des instruments de management packages souligne une tendance générale dans la typologie de ces instruments. En premier lieu, les Actions de Préférence Ratchet (ADPR) restent l'un des instruments de management packages les plus utilisés, représentant en moyenne 60,9% des instruments émis sur l'échantillon analysé. Les Attributions Gratuites d'Actions de Préférence (AGADP) constituent également un instrument de plus en plus privilégié par les acteurs, et représentent en moyenne 33,5% des instruments émis. Enfin, les Bons de Souscription en Actions (BSA) restent marginalement utilisés et n'ont été employés en moyenne que 5,6% du temps.

Toutefois, l'année 2024 est marquée par une réapparition de l'utilisation de BSA, bien que minoritaire. Les ADP Ratchet ont également augmenté au S1 2024 pour atteindre 55,0 %, avant de se stabiliser à 52 % au S2 2024. Les AGADP ont suivi une tendance inverse, avec une baisse au S1 2024, suivie d'une hausse au S2 2024, s'alignant ainsi à 40,0 % des instruments émis sur la période.

Seuils Multiples – Rétrospective 2021 – 2024

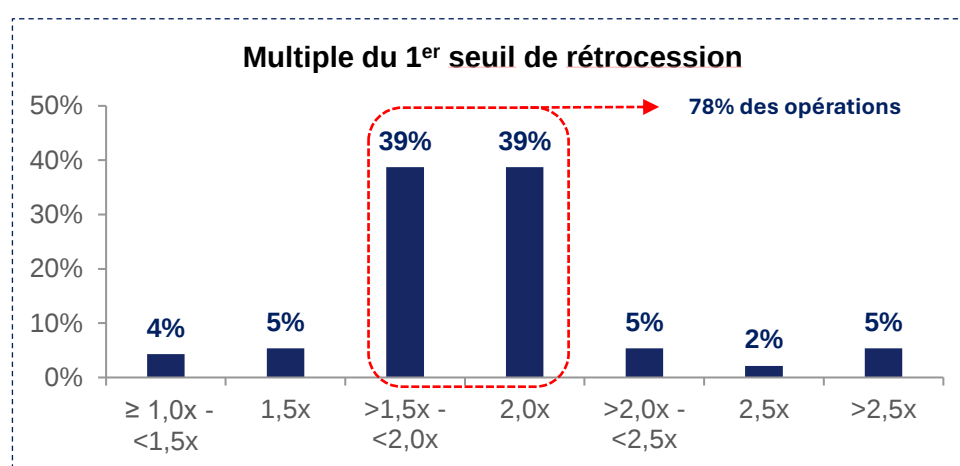
Retour sur les principales évolutions des seuils multiples

Dans la continuité des observations réalisées depuis le lancement de cette étude en 2021, NG Finance s'est également intéressée à l'étude de l'évolution des seuils multiples sur la période 2021–2024, en analysant le nombre de seuil multiple et le multiple du 1^{er} seuil de rétrocession structurant les opérations de management packages. Par ailleurs, nous avons également mis en évidence le pourcentage de rétrocession associé au dépassement du 1^{er} seuil de rétrocession.



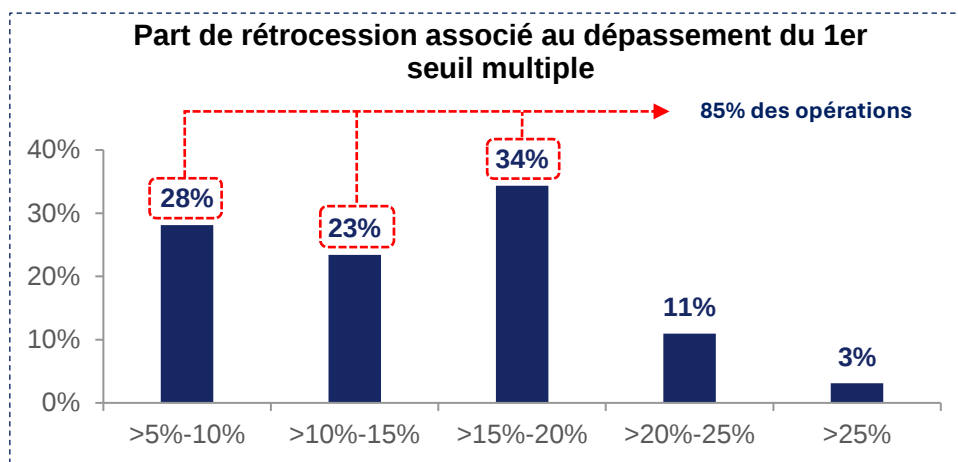
Source : Panel de transactions NG Finance

Le nombre de seuil multiple de rétrocession présent dans la structuration des management packages est principalement réparti entre 3 et 4 seuils, représentant près de 52 % de l'ensemble des opérations. Historiquement, ce nombre de seuil est le plus utilisé, reflétant une volonté de simplifier les mécanismes de rémunération, tout en maintenant une incitation pour les managers.



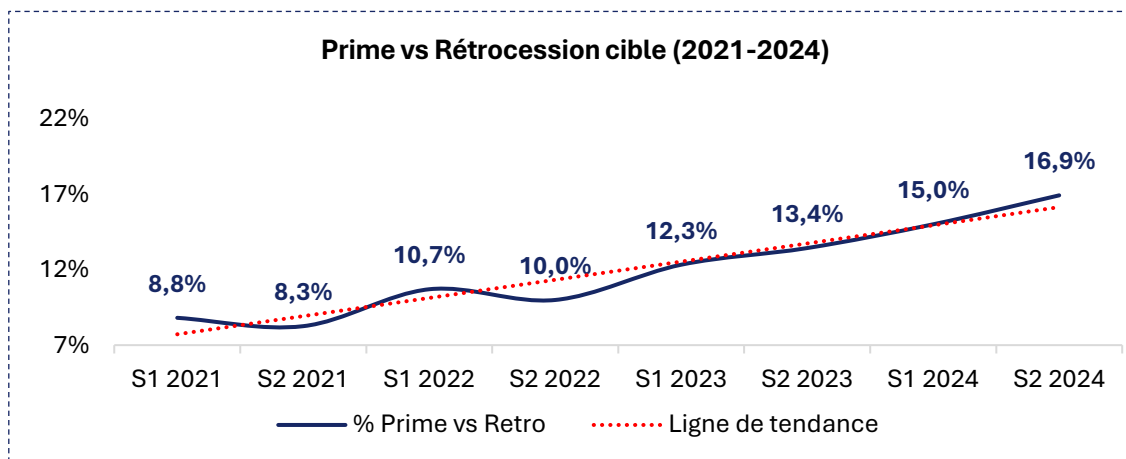
Source : Panel de transactions NG Finance

Concernant le 1^{er} seuil multiple de rétrocession, il se situe principalement entre 1,5x et 2,0x de la valeur prévue à la sortie de l'investissement, constituant plus de 78% de l'ensemble des transactions sur la période évaluée. A noter que le multiple de 2,0x constitue à lui seul 39%. La prépondérance de ce multiple s'explique en partie par son équivalence avec un TRI de 15% sur une durée d'investissement de 5 ans, qui est un critère souvent recherché par les fonds d'investissement. De plus, la moyenne du multiple du 1^{er} seuil de rétrocession s'établit à 1,9x.



Source : Panel de transactions NG Finance

Historiquement, la part rétrocedée à la suite du dépassement du 1^{er} seuil multiple se situe en majorité entre 15 et 20%. Cela signifie que lorsque le 1^{er} seuil de rétrocession est atteint, 15% à 20% de la plus-value du projet est rétrocedé aux détenteurs de management packages. Plus globalement, 85% de la part rétrocedée à la suite du dépassement de ce seuil se trouve entre 5 et 20%, montrant une tendance générale dans la structuration des management packages. En moyenne, la part rétrocedée à la suite du dépassement du 1^{er} seuil multiple se situe à 12,7%.



Source : Panel de transactions NG Finance

Conclusion :

L'année 2024 semble suivre la tendance observée durant l'année 2023. La valeur des management packages à l'émission par rapport à l'espérance de gain cible à la sortie continue de progresser, marquée par une accélération en 2024. En effet, ce pourcentage est passé de 10,0% au S2 2022 pour croître à 13,4% au S2 2023, et finalement s'établir à 16,9% au S2 2024.

La hausse constatée en 2024 s'explique par une volatilité accrue des marchés et un climat économique incertain. Face à cette instabilité, les fonds d'investissement ont retardé leurs sorties, prolongeant ainsi la détention de leurs participations. Cette dynamique a contribué à l'augmentation de la prime des instruments au cours de l'année. Par ailleurs, le recours plus fréquent aux AGADP, valorisées un an après leur émission, a également constitué un facteur expliquant la hausse de la valeur des instruments émis.

Toutefois, dans la majorité des cas, la valeur des management packages continue d'osciller dans une fourchette de 10% à 15% de la rétrocession cible, comme observé historiquement.

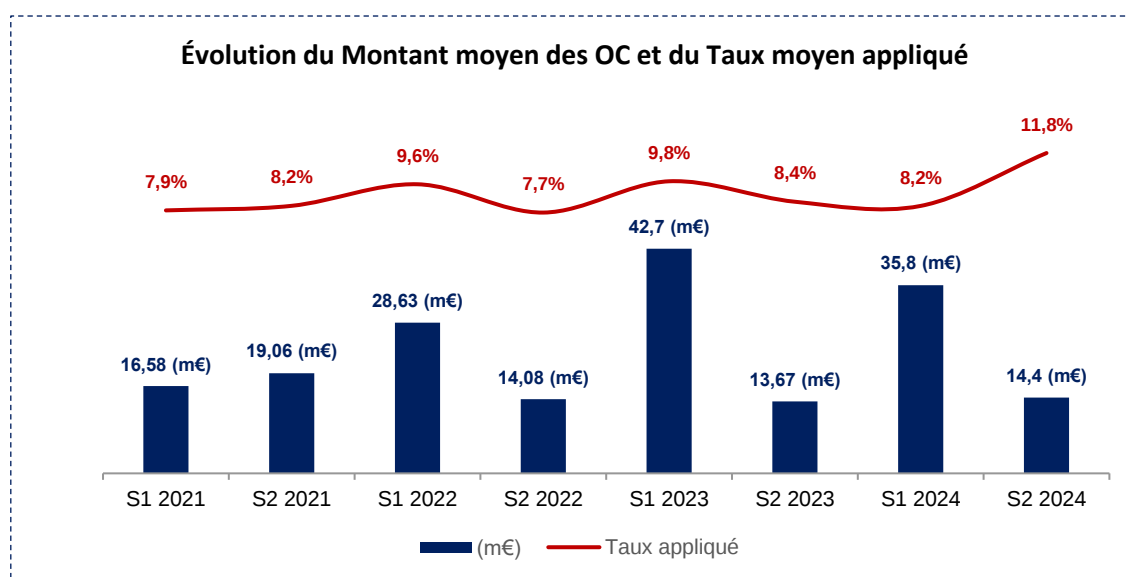
Obligations convertibles – Rétrospective 2021 – 2024

Retour sur les principales évolutions des obligations convertibles (OC)

Entre 2021 et 2024, NG Finance a analysé l'ensemble des opérations d'obligations convertibles traitées par le cabinet. Parmi ces obligations, 38,6 % ont une maturité comprise entre 5 et 8 ans, 56 % ont une maturité supérieure à 8 ans, et seulement 5,7 % ont une maturité inférieure à 5 ans. La maturité moyenne des obligations convertibles atteint ainsi 9 ans. En ce qui concerne les intérêts de ces obligations, la tendance reste constante : 90 % des OC sont assortis d'intérêts capitalisés (PIK), et les 10 % restantes sont en cash ou en une combinaison de cash et PIK.

De plus, le poids des OC dans le bilan des entreprises connaît une évolution notable. Les OC représentant moins de 10% du passif de la société ont diminué sur les périodes récentes, alors que celles pesant plus de 20% du passif ont augmenté. L'émission d'OC s'accompagne donc d'une augmentation de leur valeur, malgré une diminution de leur nombre.

L'échantillon étudié sur la période du S2 2024 confirme une dynamique de marché contrastée. Le taux moyen appliqué aux OC a fortement évolué, augmentant de 8,2% à 11,8% au cours du dernier semestre. Cependant, malgré un retour progressif à des taux d'intérêts plus bas et une inflation en baisse en 2024, le volume et le montant des transactions restent très volatiles. A titre d'exemple, le montant moyen par opération a connu une hausse notable au S1 2024, atteignant 35,8 M€, contre seulement 14,4 M€ au S2 2024.



Source : Panel de transactions NG

Conclusion :

Globalement, nous constatons une tendance générale dans le marché des OC, marquée par une volatilité saisonnière concernant la valorisation des instruments. Le taux moyen appliqué aux OC reste quant à lui relativement stable entre 2021 et 2024, cependant marqué par une accélération au S2 2024. Cette hausse est due à plusieurs facteurs de marché, notamment une hausse du risque perçu par les prêteurs, une hausse de la volatilité des marchés actions, ainsi qu'un environnement macroéconomique défavorable à l'émission d'OC.