

Réflexions sur les accords et opérations connexes

13 octobre 2014

Réflexions sur les accords et opérations connexes

Composition du groupe de travail

La présente note de travail a été établie à la suite d'échanges de points de vue et de pratiques sur le traitement des accords et opérations connexes au sein du groupe de travail et avec les membres de l'APEi qui ont bien voulu faire part de leur expérience dans ce domaine ; le groupe de travail a rassemblé :

- Amaury Catrice (APEi)
- Olivier Cretté (Ledouble)
- Laurent Durieux (Kepler Cheuvreux)
- Olivier Grivillers (Horwath)
- Teddy Guérineau (Sorgem)
- Claire Karsenti (Sorgem)
- Eric Le Fichoux (Advisorem)
- Hugues de Noray (Advolis)
- Maurice Nussenbaum (Sorgem)
- Lucas Robin (Finexsi)

Introduction

La présente note est née du constat de la présence relativement fréquente, dans la structuration des offres publiques, d'accords et lorsqu'ils sont effectifs, d'opérations dits « connexes » ayant -au moins potentiellement- une incidence sur l'appréciation par l'expert indépendant du prix¹ proposé aux actionnaires minoritaires en contrepartie de leur désengagement du capital².

Le groupe de travail s'est attaché à recenser les accords et opérations connexes rencontrés dans le cadre des expertises indépendantes qui se sont déroulées au cours des trois dernières années écoulées, en distinguant :

- les opérations préalables à l'Offre,
- les opérations postérieures à l'Offre,
- les *management packages*,
- les garanties de liquidité,
- les accords relatifs au financement de l'Offre et aux émissions de titres de la holding de reprise.

Pour identifier les offres publiques recelant des accords et opérations connexes en **annexe 1** et établir cette typologie en fonction de leur nature en **annexe 2**, chaque offre publique intervenue entre 2011 et 2013 a été examinée, par référence aux notes d'informations de l'Initiateur et de la Cible en réponse, et plus particulièrement aux rapports de l'expert indépendant ainsi que, le cas échéant, aux *addendum* à ces rapports émis au stade de l'instruction du projet d'Offre par les

¹ Et éventuellement de la parité dans certains types d'offres telles que les OPE.

² Par comparaison généralement entre les conditions offertes aux actionnaires minoritaires et celles bénéficiant à l'actionnaire de référence.

services de la Direction des émetteurs de l'AMF ; ont également été relevées, à titre d'exemples des sujets évoqués durant cette phase d'instruction, des questions posées par l'AMF aux experts sur ces accords et opérations connexes.

Le contenu de cette note a été soumis, sous la forme de la liste indicative en **annexe 2**, aux membres de l'association désignés dans les offres publiques concernées, afin de recueillir leur contribution et des précisions sur la nature des accords et opérations connexes qu'ils ont eu à traiter ; ce document de travail est destiné à être diffusé à l'ensemble des adhérents à l'association pour les inciter à une vigilance particulière sur les conséquences des accords et opérations connexes pouvant se présenter dans le schéma d'une offre publique dont ils seraient saisis, et les sensibiliser à l'absolue nécessité de les documenter et, autant que possible, d'en chiffrer l'incidence dans l'attestation d'équité.

Constats

(i) Rappel des dispositions du Règlement général de l'AMF et de la recommandation de l'AMF sur l'expertise indépendante

L'article 261-1 du Règlement général de l'AMF dispose que :

« I. - La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

[...]

4° Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ;

[...] ».

Cet article est également repris dans la recommandation de l'AMF sur l'expertise indépendante mise à jour le 27 juillet 2010 qui précise que *« lorsque il établit son rapport au titre de l'existence de conflits d'intérêts liés à l'offre au sein du conseil d'administration, de surveillance ou de l'organe compétent de la société visée, l'expert examine, sur la base de la documentation y afférente, si les situations de conflits d'intérêts identifiées peuvent avoir des conséquences économiques et financières défavorables pour les porteurs de titres visés par l'offre. »*

En particulier, lorsqu'existent des accords entre l'initiateur et les dirigeants de la société cible ou les personnes qui la contrôlent (cas visé au 2° alinéa de l'article 261-1 I), ou des opérations connexes à l'offre (4° alinéa de l'article 261-1 I [suscité]), ces éléments font l'objet d'une revue critique par l'expert afin d'établir en quoi ces accords ou opérations ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du projet d'offre.

Force est de constater que l'AMF s'interroge et interroge de plus en plus les experts indépendants sur la prise en compte des accords et opérations connexes et leur impact sur la détermination du prix

d'Offre ; cela est particulièrement vrai dans le cas des montages de type LBO, lorsque les managers (actionnaires ou non de la société cible) investissent dans la holding de reprise (en titres, instruments donnant accès au capital³, instruments de dettes convertibles en titres).

(ii) Contours des accords et opérations connexes

En dépit des obligations décrites ci-dessus incombant à l'expert indépendant dans l'appréciation de l'incidence des accords et opérations connexes, il n'existe pas de définition au sens juridique ou de définition posée par l'AMF, ni de concept général sur leur nature, de sorte qu'il s'avère impossible de lister de façon exhaustive ce qui serait susceptible d'entrer dans le champ ou inversement d'être exclu du champ des accords et opérations connexes.

On observe, notamment à l'examen des questions posées par l'AMF aux experts indépendants, que les accords et opérations connexes peuvent se rapporter à des événements intervenus très en amont de l'Offre⁴ (dépassant le classique cas de figure d'une cession de bloc préalable à l'Offre), susceptibles d'avoir potentiellement des répercussions (directes ou indirectes) sur l'appréciation du prix (éventuellement de la parité) de l'Offre subséquente.

(iii) Nombre relatif d'accords et d'opérations connexes sur l'ensemble des offres publiques étudiées et niveau de complexité

Le nombre d'accords et d'opérations connexes recensés au cours des trois dernières années écoulées ne corrobore pas l'hypothèse de leur « prolifération » ; en effet :

- en 2013, sur un peu moins d'une quarantaine d'offres publiques, 5 cas seulement ont été relevés (13%) ;
- en 2012, sur une quarantaine d'offres publiques, 9 cas ont été relevés (22%) ;
- en 2011, sur un nombre d'offres publiques plus important qu'en 2012 et 2013 (plus d'une cinquantaine), 17 cas ont été relevés (environ un tiers).

En proportion du nombre d'offres publiques, les cas d'accords et d'opérations connexes auraient donc tendance à diminuer⁵.

Leur complexité est très variable ; la lecture des rapports des experts indépendants met dans certains cas en exergue la difficulté à en quantifier l'impact chiffré *stricto sensu* et à en tirer les conséquences sur l'appréciation de l'équité du prix d'offre⁶, notamment en l'absence de garantie de liquidité immédiate.

Nous n'avons pas trouvé de lien entre le niveau des honoraires des experts indépendants et la présence d'accords ou d'opérations connexes, malgré le temps non négligeable à consacrer à leur étude⁷, à leur modélisation et à leur documentation dans l'attestation d'équité. En effet, si

³ BSA, ABSA notamment.

⁴ Opérations d'apport ou de fusion ayant impliqué la Cible et éventuellement l'Initiateur, par exemple.

⁵ Ce *trend* baissier est à confirmer sur l'année 2014 en cours.

⁶ Compte tenu de la diversité des *scénarii* attachés aux prévisions (fenêtres de sortie de l'Initiateur dans la holding de reprise ou d'exercice des options,...) ou des difficultés de modélisation (pouvant notamment nécessiter le recours à des techniques optionnelles, dont les résultats sont par nature très sensibles aux hypothèses retenues).

⁷ Nécessitant dans certains cas la consultation d'une base documentaire volumineuse et complexe.

statistiquement le montant des honoraires semble être fonction des tranches de capitalisation boursière des sociétés dont les titres ont été visés par les offres publiques qui ont été répertoriées⁸, l'introduction de la variable correspondant à la présence ou non d'accords ou d'opérations connexes dans l'Offre est sans effet sur cette corrélation. On peut dès lors considérer l'absence de rémunération spécifique des travaux réalisés par l'expert indépendant aux fins de se prononcer sur l'incidence des accords et opérations connexes⁹.

(iv) *Référence aux travaux d'experts*

La question a été débattue au sein du groupe de travail et avec des représentants de l'AMF de savoir dans quelle mesure l'expert indépendant pourrait se référer à des travaux déjà réalisés par les conseils des sociétés prenant part à l'offre publique, lesquels sont souvent mandatés non pas par la Cible, mais par l'Initiateur¹⁰. Il serait indispensable qu'en pareil cas l'expert indépendant puisse préalablement :

- apprécier l'indépendance du professionnel (à l'égard de son mandant, ce qui est difficile à démontrer dans le cas de travaux réalisés préalablement à l'offre publique dans un cadre privé) ;
- apprécier la compétence du professionnel (en fonction notamment de son expérience et de sa réputation dans le domaine concerné, de ses qualifications professionnelles, de ses règles et méthodes de travail, ce qui fait nécessairement entrer une part de subjectivité dans le jugement) ;
- se faire une opinion du « sens » des travaux du professionnel au regard de la nature de sa mission¹¹ (ce qui suppose en théorie d'avoir connaissance des instructions données au professionnel en rapport avec les termes de sa lettre de mission) ;
- fixer précisément les modalités de revue des travaux du professionnel (pour autant que le secret professionnel auquel il serait astreint, le secret des affaires de son mandant ou des clauses de confidentialité ne puissent être objectées à l'expert indépendant).

⁸ Nous avons gradué les tranches de capitalisation boursière selon les cinq intervalles suivants : jusqu'à 500 M€, de 500 M€ à 2,5 Md€, de 2,5 Md€ à 5,0 Md€, de 5,0 Md€ à 8,0 Md€, supérieure à 8,0 Md€.

⁹ Ce constat pourrait s'expliquer par la difficulté d'estimer *a priori* la charge de travail y afférente, du fait notamment :

- de l'imprécision juridique et réglementaire sur la notion d'accords et d'opérations connexes,
- dans certains cas où le corpus juridique de l'Offre évolue *post* annonce, la connaissance seulement en cours de mission de leur existence.

¹⁰ Il pourrait par exemple être envisagé que l'expert indépendant puisse avoir connaissance non seulement du rapport, mais également de documents de travail du professionnel ayant procédé à l'évaluation des BSA attachés aux ABSA dans la holding de reprise, en cas de clauses de réinvestissement des dirigeants / actionnaires de la Cible chez l'Initiateur.

¹¹ A titre d'exemple, il ne s'avèrerait pas opportun pour un expert indépendant de se référer aux travaux d'un évaluateur dont la mission aurait consisté, en support à la mission du commissaire aux apports, à valoriser des titres dans une optique « prudente », alors même que l'expert indépendant, par hypothèse, devrait ensuite envisager la valeur de ces titres dans le haut de leur fourchette d'évaluation pour justifier de l'équité du prix d'Offre.

Des exemples de rapports de tiers auxquels les experts indépendants ont pu se référer dans le cadre de leurs travaux sont cités en **annexe 2**.

Nous n'avons pas eu connaissance de litiges postérieurs aux offres qui seraient en lien avec les accords et opérations connexes (ces litiges, s'ils existent, ne sont par définition pas portés à la connaissance du public, dans la mesure où ils ne peuvent trouver un dénouement que postérieurement à l'Offre).

Recommandations

A l'issue de l'inventaire des accords et opérations connexes au cours de la dernière période triennale, le groupe de travail formule les recommandations suivantes :

- s'informer systématiquement de l'existence ou non d'accords et d'opérations connexes dans l'offre publique objet de la mission de l'expert indépendant, préalablement à l'acceptation de la mission et le cas échéant dès la réponse à l'appel d'offres¹² ;
- revoir les dispositions des pactes d'actionnaires préexistants et des opérations intervenues sur le capital de la Cible et de l'Initiateur au cours des derniers mois et exercices écoulés ;
- obtenir de façon systématique les informations sur le financement de l'Offre et les clauses de réinvestissement des dirigeants / actionnaires de la Cible dans la holding de reprise des titres de la Cible ;
- obtenir de façon formelle confirmation auprès des dirigeants de la Cible et de l'Initiateur de l'absence d'autres accords et opérations connexes que ceux dont l'expert indépendant a été informé au stade de l'acceptation de la mission et qu'il aurait pu éventuellement relever au fil de ses travaux¹³ ;
- réserver un chapitre à la description et à l'analyse détaillées des accords et opérations connexes dans l'attestation d'équité¹⁴, et en tirer les conséquences en conclusion ;
- prendre systématiquement position sur le caractère modélisable ou non des accords connexes et *a minima* déterminer l'existence ou non d'une garantie de liquidité, le cas échéant d'un complément de prix ;
- en cas de modélisation complexe, indiquer de façon précise les hypothèses retenues, la sensibilité du ou des modèle(s) utilisé(s), et rappeler le degré de responsabilité de l'expert indépendant dans l'examen et l'exploitation des données et prévisions sous-jacentes.

¹² Cf. note intitulée « APEI Groupe de travail sur les Appels d'Offres dans le cadre du choix de l'expert indépendant nommé au titre du Règlement Général de l'AMF ».

¹³ Dans le cadre d'une offre publique, l'expert indépendant ne peut par définition se prononcer que sur les accords et opérations mentionnées dans la note d'information de l'Initiateur et dans celle en réponse de la Cible ; sa responsabilité ne saurait être mise en cause au titre d'accords et d'opérations dont il n'aurait pas eu connaissance et qui ne seraient pas rendus publics.

¹⁴ Respectivement dans la description de l'opération, et à l'issue de la valorisation multicritères, avant les commentaires sur les travaux de l'établissement présentateur.

La référence aux travaux de tiers pourrait s'inspirer des dispositions des normes ISA applicables en matière de commissariat aux comptes¹⁵, retranscrites en France dans les normes d'exercice professionnel en matière de commissariat aux comptes¹⁶, et conduire l'expert à décider lui-même de s'appuyer ou non sur les travaux d'un tiers¹⁷, fût-il désigné par l'Initiateur. En tout état de cause, l'utilisation de travaux de tiers viendrait en appui des conclusions de l'expert indépendant, qui reste seul responsable de son opinion ; en conséquence, la référence à des travaux effectués par un ou des tiers s'accompagnerait nécessairement d'une mention dans l'attestation d'équité selon laquelle les travaux de tiers et les conclusions qui en découlent, dès lors qu'ils ont été repris à son compte par l'expert indépendant, relèvent de sa seule responsabilité.

¹⁵ Normes ISA 500 : « Eléments probants » ; ISA 600 : « Aspects particuliers – audits d'états financiers d'un groupe (y compris des travaux des auditeurs des composants) ; ISA 620 : « Utilisation des travaux d'un expert désigné par l'auditeur ».

¹⁶ NEP 620 « Intervention d'un expert » correspondant à l'adaptation de la norme ISA 620. [En ligne], https://www.cncc.fr/sections/documentation_profes/documentation_de_ref/norme_et_doctrine_pr/table_synthetiques_d/nep-620_interventio

¹⁷ Par analogie, le commissaire aux comptes d'une société mère n'est pas conduit à refaire systématiquement les travaux de son ou ses confrère(s) commissaire(s) aux comptes des filiales.



Annexe 1 : Offres publiques sur la période 2011 à 2013 comportant des clauses relatives à des accords ou opérations connexes

2013

Cameleon Software
Club Méditerranée
Groupe Monceau Fleurs
Hologram Industries
Theolia

2012

Adverline
ESR
LVL Medical Groupe
Press Index
Prowebce
Paris Orléans
Silic
Guyenne et Gascogne
MB Retail Europe

2011

Brossard
Camaieu
Efront
Eurosic
Fala
Maesa Group
Meetic
Metrologic Group
Modelabs Group
Novagali Pharma
Orchestra-Kazibao
Outremer Telecom
Proservia
Rhodia
Rue du Commerce
Serma Technologies
The Marketinggroup

Annexe 2 : Les accords et opérations connexes rencontrés dans les offres publiques de 2011 à 2013 et questions posées par l'AMF

Opérations préalables à l'Offre

- Contrat de cession d'actions de la société objet de l'Offre signé le X entre Monsieur Y d'une part, et l'Initiateur d'autre part,
- Contrat d'apport par les dirigeants actionnaires et/ou les sociétés qu'ils contrôlent d'actions de la société objet de l'Offre à l'Initiateur,
- Engagement d'apport par certains actionnaires (institutionnels ou autres) des actions détenues dans la société objet de l'Offre à l'Initiateur,
- Protocole d'investissement signé le X entre Monsieur Y d'une part, et l'Initiateur d'autre part,
- Acquisitions de blocs hors marchés et contrat d'investissement conclu avec certains actionnaires dirigeants de la société cible,
- Promesse synallagmatique de vente et d'achat d'actions sous conditions suspensives signée en date du X entre l'initiateur d'une part, et X d'autre part (cession de bloc préalable à l'Offre),
- Promesse de vente d'une filiale / Rachat par une personne physique d'actions de filiales préalablement à l'offre,
- Restructuration de la dette de la société cible antérieure à l'Offre,
- Opération sur le capital de la cible (réduction du capital, augmentation du capital suite à une opération d'apports ou de fusion ou de conversion des obligations en actions) préalable à l'Offre,
- Complément de prix au titre de la cession d'une filiale préalable à la cession du bloc de contrôle,
- Avances consenties à l'Initiateur afin de financer une acquisition de bloc hors marché, ainsi que les frais liés à un apport de titres.

Opérations postérieures à l'Offre

- Pacte signé le X entre l'initiateur et les dirigeants actionnaires portant sur les règles applicables à la gouvernance au niveau de l'Initiateur, les règles applicables à la gouvernance au niveau de la société objet de l'Offre, les règles applicables aux transferts de titres, les règles relatives à la liquidité des parties au Pacte, à l'anti-dilution, les règles applicables aux dirigeants actionnaires et aux autres cadres,
- Promesse de vente selon laquelle les dirigeants actionnaires promettent aux investisseurs financiers de vendre l'intégralité des titres qu'ils détiendront à la date de départ selon des stipulations définies,
- Réinvestissement par des actionnaires de produits de cession d'actions (ou de cession d'intérêts économiques – produits dérivés / *Contract For Difference* (CFD)),

- Complément de prix post opération,
- Accord spécifique portant sur le rachat par la société cible de BSA auprès des porteurs postérieurement à l'Offre.

Management packages

- Contrat de prestation de service entre les dirigeants et la société,
- Révision des clauses du contrat de travail du dirigeant actionnaire de la société cible, nommé par ailleurs à la tête de la société initiatrice,
- *Management package* « hybride » consistant en un dispositif d'attribution d'actions gratuites (bénéficiant d'une liquidité équivalente à la liquidité proposée par l'Initiateur) et d'actions de préférence (sujettes à un risque de réalisation des prévisions et modélisées selon la méthode Monte Carlo),
- Accords de rétrocession des plus-values à terme sur la cession des titres de la société cible à l'issue de la réalisation du TRI de l'initiateur,
- Emission au bénéfice des managers de diverses catégories de titres / options à valoriser :
 - obligations remboursables en actions nouvelles ou existantes (ORANE) assorties d'un plan d'intéressement,
 - actions gratuites,
 - BSA consentis à des salariés "clés",
- Maintien des actions gratuites de la Cible en période d'acquisition et organisation de leur liquidité,
- Emission d'ADP (*incentives*) par l'Initiateur au profit du manager.

Garanties de liquidité

- Garantie de liquidité proposée à des actionnaires non visés par l'Offre.
- Garantie de liquidité sur les actions gratuites (ou résultant de l'exercice de *stock-options*) sous diverses formes :
 - promesses croisées de vente et d'achat d'actions auprès de détenteurs d'actions gratuites,
 - indemnisation des porteurs d'actions gratuites en échange de leurs droits au titre des actions gratuites,
 - mécanisme de liquidité offert aux titulaires d'options et aux attributaires d'actions gratuites (ainsi qu'aux titulaires d'actions détenues dans le PEG).

Accords relatifs au financement de l'Offre et aux émissions de titres de la holding de reprise

- Emission de diverses catégories de titres / options à valoriser :
 - obligations convertibles,
 - actions de préférence,

- Contrat d'émission des titres émis par la holding de reprise dans le cadre de l'opération,
- Accord permettant la neutralisation des bons de créateur d'entreprise (BCE) / bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) présentant des prix d'exercice supérieurs à celui de l'Offre,
- Engagement de souscription à une émission d'actions prioritaires,
- Divers engagements (engagements de « reclassement » et de « prise ferme »).

Les rapports d'experts utilisés

- Rapport du commissaire aux avantages particuliers relatifs à l'émission d'actions de catégorie de préférence dans la holding de reprise,
- Rapport du commissaire aux apports relatifs aux titres apportés par les dirigeants actionnaires dans la holding de reprise,
- Rapport d'évaluation indépendante relatif à l'évaluation des BSA attachés aux ABSA dans la holding de reprise,
- Rapport d'évaluation indépendante sur la société initiatrice de l'Offre.

Questions posées par l'AMF

- S'agissant des différents titres émis par la holding de reprise (ABSA, OBSA, BSA, obligations simples au taux de 10%, etc.), il convient que l'expert puisse confirmer qu'il a pris connaissance des conditions d'émission de ces titres et qu'il puisse expressément conclure à ce sujet. L'expert a-t-il procédé à sa propre évaluation de ces titres ?
- Comment s'est-il assuré notamment que les apports d'actions et/ou les accords conclus ne peuvent s'analyser comme un complément de prix ?
- Confirmer l'égalité de traitement des actionnaires au regard des conditions de rémunération du dirigeant actionnaire de la société cible et de sa remontée dans la holding de reprise,
- Préciser que l'analyse de la documentation de l'accord ou de l'opération ne fait apparaître aucun mécanisme ou conséquence de nature à modifier l'appréciation du prix de l'offre,
- Décrire les accords de liquidité concernant les actions gratuites en cours d'acquisition,
- Décrire les modalités de détermination du prix des ADP (et notamment par rapport au prix de l'Offre), la fourchette de détention dans la cible par transparence et conclure sur l'équité de ce schéma (dans les faits, en l'absence d'évaluation des ADP par un tiers, l'AMF a demandé à l'expert indépendant de procéder à sa propre évaluation du prix des ADP et de conclure).