



# **REFLEXIONS SUR LE PRIX EQUITABLE DANS LE CONTEXTE DES OFFRES PUBLIQUES**

**RAPPORT DU GROUPE DE TRAVAIL**

*24 OCTOBRE 2019*

**Dans le cadre de sa mission visant à favoriser l'échange des expériences et le partage des connaissances entre ses membres, l'APEI a souhaité engager une réflexion sur la notion de prix équitable dans les contextes d'offres publiques.**

**A cet effet, différents membres de l'APEI se sont réunis en groupe de travail (le « Groupe de Travail ») afin d'échanger sur leur perception et leur expérience sur le sujet, ainsi que sur les difficultés rencontrées lors de la réalisation de missions d'expertise indépendante qui ont précisément pour objectif d'émettre une opinion sur l'équité d'un prix proposé. Afin d'étoffer son analyse, le Groupe de Travail a convié un panel représentant certaines parties prenantes aux offres publiques.**

**Ce rapport présente une synthèse des réflexions du Groupe de Travail, ainsi que ses conclusions exprimées sous la forme de diverses recommandations.**

## COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL

### **Président :**

Maurice NUSSENBAUM - Sorgem Evaluation

### **Membres :**

Pierre BEAL – BM&A

Emmanuel DAYAN – Valphi

Armelle DEYDIER – Ricol Lasteyrie

Thomas HACHETTE – Sorgem Evaluation

Joëlle LASRY – Lasry Finance

Romain LOBSTEIN – Abergel & Associés

Lucas ROBIN - Finexsi

Carine TOURNEUR – Duff&Phelps

### **Personnes entendues par le Groupe de Travail**

#### ***Pour les banquiers :***

Romain ATTARD – Oddo BHF Corporate Finance

Jacques DEEGE – Lazard

Marc DEMUTH – BNP Paribas

Laurent DURIEUX – Kepler Cheuvreux

Asgar SONDARJEE – Société Générale

#### ***Pour les avocats :***

Me Dominique BOMPOINT

Me Muriel GOLBERG DARMON

Me Hervé PISANI

#### ***Pour les actionnaires minoritaires (investisseurs et associations) :***

Madame Colette NEUVILLE – Association ADAM

### **Relecteurs**

Sonia BONNET-BERNARD – Ernst & Young

Olivier CRETTE – Ledouble

Teddy GUERINEAU – Didier Kling Expertise et Conseil

## ***PLAN***

<b><i>PROPOS LIMINAIRES SUR LE CONCEPT DU PRIX EQUITABLE .....</i></b>	<b>5</b>
I. LA NECESSITE DE SE REFERER A LA VALEUR FONDAMENTALE	9
II. LA PRISE EN COMPTE DU CONTEXTE DE L’OFFRE.....	13
III. REFLEXIONS SUR LA PRIME DE CONTROLE ET LES SYNERGIES	22
IV. AUTRES ELEMENTS A PRENDRE EN CONSIDERATION : LIQUIDITE, ACCORDS CONNEXES .....	30
V. CONSTRUCTION D’UNE GRILLE D’ANALYSE DES FACTEURS SUSCEPTIBLES D’AFFECTER LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX.....	36
<b><i>SYNTHESE GENERALE ET RECOMMANDATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL...</i></b>	<b>38</b>
Annexe : Analyse des points d’attention.....	42

## PROPOS LIMINAIRES SUR LE CONCEPT DU PRIX EQUITABLE

En matière de droit boursier, la notion d'équité du prix d'une offre publique consacre le principe de prise en considération des intérêts des actionnaires minoritaires au même titre que ceux des autres parties prenantes à l'opération.

Cette notion trouve son origine réglementaire dans la directive européenne 2004/25/CE du 21 avril 2004 transposée en France par la loi 2006-387 du 31 mars 2006 ayant donné lieu à l'arrêté du 18 septembre 2006 (modifiant le règlement général de l'AMF, ci-après « **RG-AMF** »).

La directive définit le prix équitable comme le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'initiateur de l'offre publique, pendant une période à déterminer par les Etats membres comprise entre six et douze mois (article 5).

Cependant la loi française de transposition de la directive ne définit pas de manière explicite la notion de prix équitable. Elle se limite à indiquer que le prix équitable doit au moins être égal :

- dans le cas des offres devant obligatoirement être déposées (offres obligatoires pour l'initiateur), au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le dépôt du projet d'offre, sauf changement manifeste des caractéristiques de la société ou du marché de ses titres (art. 237-3 du RG-AMF) ;
- dans le cas des offres de fermeture, à la moyenne pondérée (par les volumes) des cours sur les 60 jours de bourse précédant le dépôt.

En matière de retrait obligatoire, le RG-AMF précise toutefois que l'initiateur doit fournir une évaluation des titres de la société visée effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs, tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité (art. 237-16 du RG-AMF).

Le RG-AMF précise également qu'il est prévu la désignation d'un expert indépendant pour se prononcer sur le caractère équitable du prix dans les situations énumérées à l'article 261-1 lorsque « *l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de nature à nuire à l'avis motivé mentionné à l'art. 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre* ».

De ce fait, la condition portant sur le niveau du prix, en référence à celui des achats effectués sur les douze derniers mois ou à une moyenne de cours, n'est qu'une condition nécessaire mais pas suffisante pour définir le caractère équitable du prix. Celui-ci doit être analysé par l'expert indépendant qui se prononce sur l'équité des termes de l'offre pour les actionnaires minoritaires en examinant s'ils préservent l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre. L'expert indépendant analyse notamment les accords connexes à l'offre (contrat de cession, pacte d'actionnaires, accords de liquidité, accords d'intéressement et de réinvestissement des dirigeants, etc.) et évalue la société selon une analyse multicritère qu'il confronte à celle de l'initiateur.

Le prix équitable n'est donc pas nécessairement identique à la valeur qui ressort de l'évaluation multicritère.

La loi française définit trois composantes pour le prix équitable :

- un socle minimum commun : prix au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur durant les 12 derniers mois s'il est opérant, ou moyenne des cours pondérés sur 60 jours ;
- un principe d'évaluation : le prix doit être justifié par l'application d'une approche multicritère (cf. art. L 433-4 du code monétaire et financier relatif au retrait obligatoire) ;
- une analyse de la conformité au droit boursier : pas de rupture de l'égalité entre actionnaires (à travers les accords connexes, accords de liquidité, pactes d'actionnaires, accords d'intéressement des dirigeants, etc.).

La notion de prix équitable, au plan international est le plus souvent appréhendée par celle de « *fair value* » ou de « *fair market value* ».

Cette notion de prix équitable ou de « *fairness* » renvoie à une négociation à des conditions usuelles et normales (« *arm's length* ») entre parties indépendantes alors que, dans une offre publique, on se trouve dans un contexte caractérisé par une absence de négociation entre l'initiateur et les actionnaires visés par l'offre. L'auteur de l'offre doit démontrer que le prix est équitable / « *fair* », c'est-à-dire qu'il correspond à celui qui résulterait d'une telle négociation. Comme cette négociation n'existe pas, il faut se référer à la valeur des titres appréhendée par des méthodes appropriées et validées par des experts (« *fairness opinion* »).

Aux Etats-Unis, un arrêt célèbre de 1985 de la Cour suprême du Delaware (Smith v. Van Gorkom 488 A 2d 858 (Del 1985)) fonde le recours à l'expertise en précisant qu'il ne suffisait pas que l'initiateur indique que le prix proposé fasse apparaître une prime par rapport au cours de bourse pour qu'il puisse être considéré comme équitable, et qu'une évaluation sommaire réalisée par le directeur financier ne suffisait pas non plus pour le justifier ; il fallait en plus qu'il soit contrôlé par un expert tiers.

La définition des différents concepts de valeur ont fait l'objet par l'IVSC (International Valuation Standards Council) d'une mise en perspective dans l'IVS 104 (basis of value - Normes Internationales d'évaluation 2017) qui distingue ainsi différentes acceptions de la notion de « *fair value* », traduction anglaise d'« équitable », ainsi que par les normes comptables internationales IFRS, l'OCDE, l'administration fiscale US (IRS – Internal Revenue Service) et par des dispositions légales spécifiques.

L'IVSC fait l'inventaire des différentes bases de la valeur (basis of value) :

- « Market value »
- « Market rent »
- « Investment value /worth »
- « Equitable value »
- « Synergistic value »
- « Liquidation value »
- « Replacement value ».

L'IVSC mentionne également les notions de « *fair value* » (IFRS 13), qui correspond au prix qui s'établit entre acteurs/opérateurs de marché (« *market participants* ») à une date donnée, et de « *fair market value* ».

Selon l'OCDE, la notion de « *fair market value* » correspond au prix qui résulte d'une transaction sur un marché ouvert, tandis que l'IRS définit cette notion de « *fair market value* » comme le prix auquel l'actif serait échangé entre un acheteur consentant et un vendeur consentant, aucun des deux n'étant dans une situation le contraignant à acheter ou vendre, et tous deux ayant une connaissance raisonnable des faits pertinents (« *price at which the property would change hands between a willing buyer and a willing seller, neither being under any compulsion to buy or to sell and both having reasonable knowledge of relevant facts* »)<sup>1</sup>.

L'IVSC considère que la notion de « *equitable value* » est une forme particulière de « *fair value* ». Il définit la valeur équitable comme le prix estimé pour le transfert d'un actif ou d'un passif entre des parties identifiées, bien informées, qui reflète les intérêts respectifs de ces parties (§ 50.1). Le § 50.2 précise que sont pris en compte les avantages ou désavantages respectifs qui découleraient de la transaction pour chacune d'elles alors que « la valeur de marché » (ou « *market value* ») exige de ne pas tenir compte de tous avantages dont ne profiteraient pas les acteurs de marché en général ou de tous désavantages qu'ils ne subiraient pas.

Cette notion de prix équitable peut donc inclure un partage au moins partiel des synergies entre l'initiateur et les actionnaires faisant l'objet de l'offre.

Le prix qui correspond à la valeur de marché doit prendre en compte les intérêts de l'ensemble des « *market participants* ».

La distinction entre les notions de « *market value* » et de « *equitable value* » permet de distinguer la notion de valeur vénale, à savoir le prix auquel s'échangerait l'actif dans une transaction « *arm's length* » après mise en vente selon un processus approprié effectué auprès de tous les « *market participants* » (*market value*), et celle de valeur équitable qui prend en compte le prix estimé pour la cession d'un actif ou d'un passif, entre des parties identifiées, volontaires et bien informées, et reflétant les intérêts respectifs de ces parties « *the estimated price for the transfer of an asset or liability between identified knowledgeable and willing parties that reflects the respective interest of those parties* » (*equitable value*).

---

<sup>1</sup> Pour l'IASC : *Fair market value is traditionally defined as the price at which an entity would change hands between a willing buyer and a willing seller, with neither being required to act, and both having reasonable knowledge of the relevant facts. U.S. Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) define fair value as "the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date."*. Accounting Standards Codification (ASC) Topic 820.

Ainsi la valeur équitable correspond au prix qui prend en compte les avantages spécifiques que tirent de la transaction des parties bien identifiées, alors que la « *market value* » écarte la prise en compte des avantages qui ne bénéficient pas à l'ensemble des « *market participants* ».

De ce fait la notion de « *equitable value* » peut prendre en compte des éléments qui n'interviennent pas dans la « *market value* », comme par exemple des synergies propres aux seules parties en présence.

Pour autant, le texte de l'IVS 104 (§ 50.1 à § 50.3) n'apporte pas de précision explicite quant aux modalités d'un partage des avantages entre les différentes parties prenantes dans l'appréciation de l'« *equitable value* », bien qu'il cite explicitement la prise en compte des synergies<sup>2</sup>.

Dans le contexte d'une opération de marché, le seul enseignement que l'on peut tirer de cette définition est que les avantages particuliers dont bénéficie l'actionnaire contrôlant doivent être pris en compte pour définir le prix équitable à travers un partage de ces avantages particuliers avec les autres actionnaires qui peut se traduire par un prix différent du prix de marché.

L'IVS 104 mentionne également la définition donnée par la cour suprême canadienne (*Manning v Harris Steel Group Inc.* 1986) qui définit la « *fair value* » comme celle qui est à la fois juste et équitable (« *just and equitable* »), notion qui contient celle de compensation adéquate.

Derrière cette notion d'avantages associés à la notion de prix équitable, il faut rechercher les avantages patrimoniaux dont bénéficie chacune des parties en commençant par ceux qui initient l'opération, de manière à s'assurer qu'ils feront bénéficier les actionnaires minoritaires d'une partie de ces avantages. De ce fait, le prix, pour être équitable, doit préserver les intérêts patrimoniaux des actionnaires minoritaires en tant que catégorie d'actionnaires. L'AMF, que nous avons interrogée, précise quant à elle qu'elle n'examine pas les avantages spécifiques, notamment fiscaux dont peuvent bénéficier certains actionnaires.

Dans ce contexte, il convient tout d'abord de définir une démarche permettant de rechercher tous les éléments à prendre en compte par l'initiateur pour justifier le prix retenu. À cet effet, le Groupe de Travail s'est attaché à exposer sa vision sur la notion de valeur fondamentale (partie I), puis sur l'analyse du positionnement du prix par rapport à cette valeur, en fonction du contexte des opérations (partie II). Il s'est ensuite penché sur différents éléments pouvant être pris en considération : synergies et prime de contrôle, liquidité, accords connexes (partie III et partie IV). Enfin, ses réflexions l'ont conduit à proposer une grille d'analyse destinée à l'expert indépendant pour lui permettre de prendre en compte les principaux points de vigilance soulevés par les opérations d'offres publiques, en fonction de leur typologie (partie V).

---

<sup>2</sup> § 50.1 : *Equitable Value is the estimated price for the transfer of an asset or liability between identified knowledgeable and willing parties that reflects the respective interests of those parties.*

§ 50.2 : *Equitable Value requires the assessment of the price that is fair between two specific identified parties considering the respective advantages or disadvantages that each will gain from the transaction. In contrast market value requires any advantages that would not be available to market participants to be disregarded.*

§ 50.3 : *Equitable Value is a broader concept than market value. Although in many cases the price that is fair between two parties will equate to that obtainable in the market, there will be cases where the assessment of Equitable Value will involve taking into account matters that have to be disregarded in the assessment of market value, such as certain elements of Synergistic Value arising because of the combination of the interests.*

## I. LA NECESSITE DE SE REFERER A LA VALEUR FONDAMENTALE

Quelles que soient les définitions de valeur considérées pour apprécier le caractère équitable d'un prix proposé dans le cadre d'une offre publique, celles-ci se réfèrent, de façon implicite ou explicite, à la notion de valeur fondamentale.

### 1. DEFINITION DE LA VALEUR FONDAMENTALE

La théorie financière se réfère fréquemment à la valeur fondamentale, sans en donner une définition unique et précise. Dans son application pratique, la valeur fondamentale vise à établir une vision objective de la valeur d'un actif, indépendamment des éléments contextuels susceptibles de l'affecter (tels que la prime de contrôle, la liquidité, la position majoritaire ou minoritaire de ses propriétaires, les considérations stratégiques spécifiques considérées par un acheteur ou un vendeur, les synergies attendues d'un regroupement avec un autre actif).

La valeur fondamentale est généralement appréhendée au travers de trois grandes approches d'évaluation : intrinsèque, analogique et par les coûts.

### 2. VALEUR FONDAMENTALE ET COURS DE BOURSE

Pour les sociétés cotées, le cours de bourse constitue une référence de valeur, représentée par un prix de transaction formé sur un marché boursier.

La relation entre le cours de bourse et la valeur fondamentale a fait l'objet de nombreuses études académiques. Elle se rattache à la notion de marché efficient évoquée par Fama en 1970 et définie comme un marché dans lequel les prix reflètent pleinement et toujours l'information disponible<sup>3</sup>. Dans un marché efficient, le prix constituera, à tout moment, un bon estimateur de sa valeur intrinsèque ». La corrélation est, en ce sens, fonction de l'efficacité informationnelle des marchés.

Selon le principe de l'efficacité informationnelle des marchés boursiers, et dans le sens précis où tous les agents achèteraient et vendraient des actions en fonction de la seule information relative aux déterminants fondamentaux de la valeur de l'entreprise, adoptant en cela une attitude rationnelle, la valeur boursière d'une action serait mécaniquement égale à sa valeur fondamentale<sup>4</sup>.

Cependant, la recherche académique s'est également penchée sur l'analyse des écarts observés entre le cours de bourse et la valeur fondamentale, pointant notamment les déficiences informationnelles des marchés boursiers qui peuvent contribuer à générer des effets de bulles et de parasitage par bruits (rumeurs, ...). Elle a également mis en évidence que « *la recherche académique a mis en évidence des écarts entre le cours de bourse et la valeur fondamentale qui trouvent en particulier leur*

---

<sup>3</sup> E. Fama – Efficient capital markets: a reviewal theory and empirical work, Journal of Finance Vol 25, n° 2, May 1970, pp. 383-417 – Market prices “fully reflect” available information, p. 389.

<sup>4</sup> Christian Walter et Éric Brian – 2007 Critiques de la valeur fondamentale. Éditions La Découverte.

*origine dans les coûts d'accès et de traitement de l'information<sup>5</sup>, les coûts et les risques que les investisseurs supportent pour arbitrer les inefficiences identifiées<sup>6</sup> et les biais comportementaux systématiques des investisseurs<sup>7</sup> ».*

La fonction d'égalité entre le cours de bourse et la valeur fondamentale n'étant pas, à tout moment, incontestablement établie, l'appréciation du prix d'une offre publique sur les titres d'une société cotée s'attachera, en prémisses, à estimer la valeur fondamentale de la société dont les titres sont visés par l'offre.

### 3. CADRE METHODOLOGIQUE DE LA RECOMMANDATION AMF

La Recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (ci-après la « **Recommandation AMF** ») préconise la mise en œuvre, par l'expert, d'une « approche multicritère qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation ».

Elle développe ce point en distinguant (p. 4/6) :

- les méthodes d'évaluation regroupant les approches analogiques (multiples boursiers ou de transactions) et intrinsèques (actualisation de flux de trésorerie : DCF ou actualisation de dividendes futurs : DDM<sup>8</sup>) ;
- les références de valorisation (valeur comptable, cours de bourse, valeurs retenues pour des opérations significatives réalisées sur les titres de la société, cours-cibles des analystes).

La Recommandation AMF (p. 4/6) précise ensuite que « pour chaque évaluation, l'expert indépendant définit, en fonction de la pertinence des informations disponibles, la ou les méthodes qui sont les mieux adaptées à la société concernée. L'expert indépendant justifie dans son rapport, en des termes adaptés aux caractéristiques de chaque évaluation, la décision d'exclure toute méthode ou toute référence de valorisation précédemment citée (en particulier s'il s'agit des cours de bourse historiques ou d'une moyenne des cours de bourse), en exposant, lorsque cela est possible, les résultats auxquels la méthode ou la référence exclue aurait conduit ».

### 4. ANALYSE CRITIQUE DU CADRE METHODOLOGIQUE

Sans s'y référer spécifiquement, la Recommandation AMF pose un cadre méthodologique analogue à celui communément considéré par les évaluateurs professionnels pour estimer la valeur fondamentale

---

<sup>5</sup> On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, Grossman, S.J., Stiglitz, J.E., The American Economic Review, Vol. 70, No. 3 (Jun., 1980)

<sup>6</sup> Limits to arbitrage, Gromb, D., Vayanos, D., Annual Review of Financial Economics Vol. 2 (2010)

<sup>7</sup> Psychology-Based Models of Asset Prices and Trading Volume, Barberis, N., Handbook of Behavioral Economics Vol.1 (2018), Chapitre 2

<sup>8</sup> La Recommandation AMF cite également l'actif net réévalué au titre des approches intrinsèques. Il convient de noter que la plupart des praticiens considèrent l'approche par l'actif net réévalué comme une approche distincte des approches intrinsèques, sauf dans les cas d'une somme des parties lorsque le groupe évalué opère plusieurs activités distinctes.

d'une société, indépendamment du contexte dans lequel s'inscrit l'exercice d'évaluation (offre publique, transaction de gré à gré, litige, ...).

En ce qui concerne la mise en œuvre de l'approche multicritère préconisée par la Recommandation AMF, le Groupe de Travail tient à rappeler les bonnes pratiques sur les aspects suivants :

- La comparabilité des résultats obtenus par les différentes méthodes de l'approche multicritère
    - Au terme de son analyse, l'expert indépendant présente usuellement une synthèse des fourchettes de valeurs obtenues pour chacune des méthodes utilisées. Sa conclusion est ensuite exprimée sur la base d'une sélection de fourchettes de valeurs, généralement fondée sur l'exclusion et/ou la hiérarchisation argumentée des valeurs issues de différentes méthodes.
    - L'expert indépendant doit ainsi s'assurer que les valeurs, mises en perspective les unes avec les autres, sont bien conceptuellement comparables. En fonction de la méthodologie retenue par l'expert, certaines valeurs obtenues reflèteront une valeur majoritaire incluant une prime de contrôle (ex : transactions comparables) ou minoritaire (ex : comparables boursiers) incorporant ou non des décotes de taille (ex : prime de taille considérée dans le taux d'actualisation de flux de trésorerie).

Sur cette question des décotes, s'il apparaît assez usuel de retenir des décotes de taille dans les analyses par les comparables boursiers, il est en revanche peu fréquent que les experts retiennent spécifiquement des décotes de liquidité, quelle que soit la méthode appliquée et cela d'autant plus que les deux décotes se superposent le plus souvent. En théorie, l'analyse de liquidité qui doit être réalisée pour s'assurer de la pertinence du cours de bourse pourrait amener l'évaluateur à appliquer une décote lors de la mise en œuvre de méthodes telles que le DCF ou les comparables boursiers. Ne pas retenir de décote d'illiquidité induirait un possible décalage entre le résultat des analyses de valeur de l'expert indépendant et les réalités de marché : l'expert indépendant pourrait ainsi faire face à une situation où son analyse ferait ressortir que la référence au cours de bourse est pertinente, mais significativement inférieure aux résultats de ses analyses fondamentales qui ne prendraient pas en compte une réalité de marché (une liquidité restreinte) qui pèserait sur le cours de bourse. En revanche, appliquer une décote d'illiquidité alors que l'offre va créer une liquidité apparaît contradictoire. Le Groupe de Travail constate qu'il ne peut être donné un avis unique sur le sujet qui serait pertinent quel que soit le contexte de l'offre ; il est d'avis qu'il n'est pas approprié de retenir une décote d'illiquidité dans une analyse de valeur dans un contexte de retrait obligatoire. Dans d'autres contextes, l'analyse de la décote d'illiquidité peut s'avérer pertinente et éclairante pour les actionnaires.

  - En la matière, le Groupe de Travail recommande que l'expert indépendant caractérise, en amont de son analyse, la notion de valeur fondamentale retenue et qu'il procède aux ajustements nécessaires afin que les valeurs issues des différentes méthodes offrent la comparabilité requise.
- La formulation de l'avis de l'expert indépendant au regard des résultats de l'approche multicritère
  - Il est observé que dans la formulation de son avis, l'expert met usuellement en exergue la prime (voire dans certains cas la décote) que présente le prix de l'offre par référence aux différentes valeurs obtenues par application des méthodes et références retenues, y

compris le cours de bourse (dernier cours, moyenne, etc). Il s'agit d'un élément d'information important, qui sera généralement pris en considération par l'expert dans sa mission d'appréciation du prix offert, ainsi que par les actionnaires des titres visés par l'offre. Toutefois, sauf exception, le Groupe de Travail rappelle que l'expert ne pourra se limiter au seul argument de l'existence d'une prime, fût-elle substantielle, pour fonder son avis sur le caractère équitable du prix.

- En effet, ainsi que discuté dans les sections suivantes, le Groupe de Travail rappelle que le fondement de l'avis de l'expert ne doit pas être limité à la seule mise en œuvre de l'approche multicritère telle que décrite ci-avant. Il précise que l'étude doit être complétée par une analyse des éléments contextuels de l'offre publique concernée, et recommande que le cadre de cette analyse soit clairement exposé dans le rapport d'expertise.

## **5. SYNTHÈSE ET RECOMMANDATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL**

Sans s'y référer spécifiquement, la Recommandation AMF relative à l'expertise indépendante pose un cadre méthodologique analogue à celui usuellement retenu par les évaluateurs professionnels pour estimer la valeur fondamentale d'une société, même en dehors des offres soumises au visa du régulateur, qui vise à établir une vision objective de la valeur d'un actif, indépendamment des éléments contextuels susceptibles de l'affecter. La Recommandation AMF ne fournit toutefois aucune indication concernant les éléments d'analyses complémentaires qui doivent être considérés par l'expert avant d'établir sa conclusion en termes d'appréciation sur le caractère équitable du prix.

À cet égard, le Groupe de Travail formule les recommandations suivantes, qui sont d'ailleurs en pratique déjà souvent observées dans la plupart des expertises indépendantes réalisées dans le cadre de la réglementation en vigueur :

- l'estimation de la valeur fondamentale de la société dont les titres sont visés par une offre publique par application de l'approche multicritère énoncée par la Recommandation AMF est une étape nécessaire mais non suffisante de l'expertise ;
- l'expert s'assure de la pertinence des valeurs issues des différentes méthodes mises en œuvre au travers de l'approche multicritère compte tenu de leurs hypothèses respectives ;
- l'analyse de la valeur fondamentale doit ensuite être complétée par l'étude qualitative des éléments contextuels qui sont susceptibles de rationaliser une différence entre la valeur fondamentale et un prix jugé équitable.

Cette étude qualitative doit porter sur certains éléments spécifiques, discutés ci-après, tels que :

- la prise en compte du contexte de l'offre (partie II) ;
- l'appréciation de la prime au regard de l'existence d'éventuelles synergies (partie III) ;
- l'impact d'autres éléments sur l'appréciation de l'équité (liquidité, accords connexes) (partie IV).

## II. LA PRISE EN COMPTE DU CONTEXTE DE L’OFFRE

Le contexte de l’offre a une influence reconnue dans l’appréciation du caractère équitable des conditions financières proposées par l’initiateur.

Le champ des offres publiques est large et les marges de manœuvre laissées aux actionnaires minoritaires à l’issue des offres varient considérablement. Pour citer deux cas extrêmes, entre une opération d’expropriation des actionnaires minoritaires sans aucun aléa (par exemple dans le cas d’un retrait obligatoire fixé désormais à 90% du capital et des droits de vote<sup>9</sup>, où les actionnaires minoritaires s’attendent à être indemnisés) et une offre publique de rachat d’actions qui est une offre de liquidité (où le prix ne doit être ni trop faible pour les actionnaires qui apportent leurs titres, ni trop élevé pour ceux qui ne participent pas à l’offre), la reconnaissance du caractère équitable ne revêt pas la même acuité parce que les risques auxquels sont soumis les actionnaires minoritaires n’ont pas la même portée.

Cette situation a conduit l’AMF à témoigner d’une vigilance particulière dans le cas des retraits obligatoires, où elle écarte par exemple les offres qui pourraient être formulées en-dessous de l’actif net comptable, en référence à la jurisprudence née des offres sur Louis Dreyfus Citrus<sup>10</sup>. Dans cette affaire, le Conseil des Marchés Financiers (CMF) avait déclaré recevable le projet d’Offre Publique d’Achat Simplifiée (OPAS), malgré la décote extériorisée par le prix d’offre par rapport à la valeur induite de l’actif net comptable. En revanche, le projet de Retrait Obligatoire (RO) n’avait pas été jugé recevable, dans la mesure où, dans un tel contexte, l’appréciation de la valeur de l’action impose de considérer également des hypothèses de valeurs individuelles des actifs dans un contexte de cession sur un marché, en complément du scénario de continuité d’exploitation par le Groupe, ce qui supposait au cas d’espèce de considérer une valeur au moins égale aux fonds propres comptables.

A l’inverse, dans le cadre de l’offre publique d’achat ayant visé les titres de la société Parrot, pour laquelle le RO n’était pas envisagé, l’AMF a relevé dans sa décision du 5 mars 2019 que la non prise en compte de la référence à l’actif net comptable ou d’une approche liquidative était adaptée au contexte de l’opération (poursuite de l’activité de la société Parrot, absence de retrait obligatoire).

En pratique, sauf cas exceptionnel, l’AMF refuse également de déclarer recevables des offres de retrait formulées en dessous du niveau des cours de bourse.

### 1. ANALYSE DES CONTEXTES, SELON LEUR CARACTERE OBLIGATOIRE OU FACULTATIF

#### 1.1 Offres ayant un caractère obligatoire pour l’initiateur

Les offres publiques sont obligatoires pour l’initiateur lorsque la personne physique ou morale à l’origine de l’offre (initiateur) est contrainte de présenter une offre publique.

---

<sup>9</sup> La loi PACTE, relative à la croissance et la transformation des entreprises, promulguée le 22 mai 2019 a abaissé de 95 à 90% du capital et des droits de vote, le seuil de détention nécessaire à la mise en œuvre d’une procédure de retrait obligatoire en modifiant l’art. L. 433-4-II du code monétaire et financier (CMF) et l’art. 237-1 du RG-AMF.

<sup>10</sup> Notamment depuis le refus (du CMF) de reconnaître la recevabilité de l’offre Simgar / Louis Dreyfus Citrus de novembre 2001, refus conforté par la décision de la cour d’appel du 9 avril 2002 suite au recours diligenté par Simgar dans le cadre du RO, alors même qu’une OPAS avait été admise à un prix inférieur à l’actif net comptable.

Une offre publique doit être obligatoirement lancée dans les deux cas suivants (sauf cas d'autorisations temporaires ou dérogations<sup>11</sup>) :

- lorsqu'une personne physique ou morale vient à détenir seule ou de concert, directement ou indirectement, plus de 30% des titres de capital ou des droits de vote d'une société (article 234-2 du RG-AMF) ;
- lorsqu'une personne physique ou morale qui détient entre 30% et 50% d'une société augmente sa détention d'au moins 1% en moins de 12 mois (clause dite « excès de vitesse », article 234-5 du RG-AMF).

En cas d'offre obligatoire, le prix offert doit au moins être égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur au cours des 12 mois précédant le dépôt de l'offre (sauf changement manifeste des caractéristiques de la société visée ou du marché de ses titres, aux termes de l'article 234-6 du RG-AMF).

### **1.2 Offres volontaires lancées par un initiateur ayant déjà le contrôle de la cible**

Ces offres peuvent bénéficier de la procédure simplifiée lorsque l'initiateur détient déjà au moins la moitié du capital et des droits de vote et doivent être libellées à un prix au moins égal à la moyenne pondérée sur 60 jours des cours de bourse de la cible. Il faut distinguer le cas où c'est le détenteur qui acquiert les titres et celui où c'est la société.

Il faut évoquer, à cet égard, le cas des offres publiques de rachat de ses actions par une société (OPRA, cf. art. 233-1-5° du RG-AMF) pour lequel le concept d'équité devient asymétrique puisqu'un prix élevé pourra être équitable pour les actionnaires qui apportent leurs titres et s'avérer inéquitable pour ceux, qui, n'apportant pas leurs titres, subiront les effets de ce prix élevé.

### **1.3 Offres ayant un caractère obligatoire pour l'actionnaire minoritaire**

L'offre est réputée facultative si les actionnaires ont le choix entre apporter leurs actions à l'offre ou les conserver. Lorsque les actionnaires perdent cette liberté de choix, et sont contraints d'apporter leurs titres à une offre, il s'agit d'un retrait obligatoire. C'est le cas notamment des Offres Publiques avec Retrait Obligatoire ou « OPR-RO » (articles 236-3 et 237-1 du RG-AMF) et des Retraits Obligatoires ou « RO » à l'issue d'une offre.

Les textes ne prévoient pas de règle particulière d'appréciation de l'équité dans le cadre des retraits obligatoires. Sans entrer dans le débat sur la nature juridique du retrait obligatoire, les textes l'appréhendent plutôt comme une expropriation, sans pour autant consacrer l'idée qu'une prime d'expropriation ait à être ajoutée à la valeur issue de l'analyse multicritère.

L'article L. 433-4 du code monétaire et financier précise que dans le cadre d'une offre publique de retrait obligatoire, « l'évaluation des titres, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité. L'indemnisation est égale, par titre, au résultat de l'évaluation précitée ou, s'il est plus élevé, au prix proposé lors de l'offre ou la demande de retrait du règlement général de l'AMF ».

---

<sup>11</sup> Nous relevons qu'il existe des autorisations temporaires pour 6 mois (article 234-4 du RG-AMF) et des dérogations à ces règles (articles 234-7 et 234-9 du RG-AMF).

Ce prix est au moins égal au prix de l'offre publique de retrait.

Le principe d'indemnisation n'a pas été retenu par l'AMF, qui préfère faire référence à une évaluation selon une démarche multicritère « *renforcée* »<sup>12</sup>.

Cette évaluation des titres est assortie de l'appréciation d'un expert indépendant désigné par la société visée par l'offre (art. 261-1 du RG-AMF).

## **2. PORTEE DU CONTEXTE DE L'OFFRE SUR LA NOTION D'EQUITE**

### **2.1. L'offre fait suite à une procédure d'enchères**

Si l'offre publique fait suite à l'acquisition d'un bloc de titres réalisée à l'issue d'un processus d'enchères ou de la mise en concurrence de plusieurs acheteurs potentiels, le contexte est *a priori* plus favorable à la reconnaissance du caractère équitable du prix.

On comprend que les banquiers conseils considèrent volontiers qu'une offre qui ressortirait d'un processus de confrontation de l'offre et de la demande de titres, qu'ils auraient de surcroît organisé, soit *de facto* jugée équitable pour les actionnaires minoritaires auxquels elle aurait été étendue par application du RG-AMF. Il en irait ainsi non seulement de la reconnaissance de la qualité de leurs travaux dans l'organisation des consultations mais également de l'assimilation du caractère équitable recherché à la notion générale de *fair market value* dans le contexte anglo-saxon, qui renvoie systématiquement aux termes possibles d'un échange où l'offre serait confrontée à la demande.

Ainsi, on peut envisager deux conceptions extrêmes de l'influence du contexte sur la reconnaissance du caractère équitable des termes de l'offre que l'expert indépendant est invité à formuler :

- l'une, où le contexte concurrentiel du processus de vente expliquerait tout (ou presque), où le rappel des circonstances qui ont conduit à déterminer le prix d'offre et des décisions des actionnaires de référence motiverait largement la reconnaissance du caractère équitable, et où l'analyse financière de l'expert tiendrait lieu d'élément de documentation complémentaire ;

---

<sup>12</sup> Cf. AMF. « Point presse pédagogique : les offres publiques », 26 avril 2017, p. 20.

- l'autre, où il n'expliquerait rien (ou presque), où le doute entourant les motifs qui ont pu conduire tel ou tel actionnaire de contrôle à choisir telle ou telle position et/ou les incertitudes sur les conditions dans lesquelles des offres alternatives ont pu être effectivement recherchées conduiraient *in fine* à n'appréhender ces circonstances qu'avec circonspection et à faire porter l'essentiel de la reconnaissance du caractère équitable des termes de l'offre sur l'analyse financière de l'expert, à travers l'approche multicritère.

Si la première conception semble couramment admise et appliquée aux Etats-Unis où les *fairness opinions* sont fréquemment confiées aux banquiers conseils, la seconde est plus proche sans doute de la manière dont la Commission des Opérations de Bourse (COB) a initialement conçu le rôle de l'expert indépendant en 1993 quand l'intervention d'un expert indépendant a été imposée dans les opérations de retrait de cote. Depuis lors, le champ d'intervention des experts indépendants dans les offres publiques a été sensiblement élargi, notamment en 2006 à la suite des travaux de la commission Naulot<sup>13</sup>, sans qu'une conception différente soit mise en avant par le régulateur. L'approche retenue par l'AMF sur l'expertise indépendante traduit une conception élargie de la mission de l'expert indépendant, auquel l'application du RG-AMF impose de mettre en œuvre une approche d'évaluation multicritère indépendante conduisant à faire ressortir une valeur fondamentale, laquelle peut être sensiblement éloignée des cours de bourse comme du prix d'offre proposé par l'initiateur.

Ainsi un processus compétitif de vente préalable à l'offre, même parfaitement organisé, ne dispense pas l'expert indépendant de réaliser toutes ses diligences. Le prix issu d'un processus compétitif, que l'expert aura apprécié comme tel, constitue cependant une référence essentielle, et l'une des diligences de l'expert consiste à s'assurer du caractère ouvert et organisé du processus.

## **2.2. Le cas de l'Offre Publique de Rachat d'Actions (OPRA)**

L'OPRA est une offre volontaire de la part de l'initiateur, en l'occurrence de la société, sur ses propres titres (il s'agit parfois d'une OPAS lancée par la société sur ses propres titres). Elle n'est pas obligatoire pour les actionnaires.

Conformément aux recommandations du rapport Naulot, l'AMF a considéré que l'expertise indépendante est requise lorsque l'actionnaire de contrôle, ou l'un d'entre eux en cas de concert, n'apporte pas ses titres à l'offre<sup>14</sup>.

Il doit être noté que le rapport Naulot avait envisagé qu' « à titre exceptionnel, celle-ci [l'expertise indépendante] ne consisterait pas en une évaluation, mais en un avis indépendant sur les conditions de l'offre tant pour l'actionnaire qui viendrait à l'offre que pour celui qui ne suivrait pas l'offre. »

L'AMF n'a pas prévu de distinction dans l'expertise indépendante selon le contexte de l'offre. Il n'en demeure pas moins que le cas de l'OPRA est singulier puisque c'est la société qui débourse des liquidités pour racheter ses propres titres. Ainsi, alors que dans le cas d'offres lancées par un initiateur autre que la société, plus le prix est élevé plus celui-ci est équitable, les enjeux sont sensiblement différents dans le cas de l'OPRA.

L'expertise indépendante n'est requise que lorsque l'actionnaire de contrôle n'apporte pas ses titres à l'offre, ce qui semble limiter le cas d'offres trop généreuses qui seraient susceptibles de léser l'actionnaire minoritaire qui ne participerait pas à l'offre. En alignant les intérêts de l'actionnaire ne

---

<sup>13</sup> AMF. Groupe de travail présidé par Jean-Michel Naulot, « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des regroupements d'entreprises cotées », 2005.

<sup>14</sup> Op.cit. § 3.2. : AMF. « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des regroupements d'entreprises cotées », p. 14.

participant pas à l'offre avec ceux du majoritaire, c'est donc bien les intérêts de l'actionnaire qui participe à l'offre que l'AMF entend protéger. C'est pourquoi les travaux de l'expert indépendant consistent, comme pour les autres offres, à déterminer la valeur fondamentale de la société et à indiquer si le prix s'en écarte de manière significative. Dans l'appréciation du caractère équitable, il semble cependant important que l'expert considère également la position de l'actionnaire qui, ne participant pas à l'offre, restera actionnaire d'une société qui aura consacré des liquidités à racheter ses propres titres.

### 2.3. Le cas du retrait obligatoire

Dans le contexte d'un retrait obligatoire, l'établissement d'une attestation d'équité par un expert indépendant, visant à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires, est obligatoire. L'expert doit s'assurer de l'équité du prix au regard de la valeur obtenue au terme d'une analyse multicritère, étant précisé que le prix ne peut être inférieur au prix le plus élevé payé par l'initiateur au cours des douze derniers mois (cas du RO qui suit une offre obligatoire), ou à la moyenne des cours de bourse pondérés sur 60 jours (cas du RO qui suit une offre initiale bénéficiant de la procédure simplifiée).

La question de la prise en compte éventuelle d'une prime spécifique visant à indemniser l'actionnaire compte tenu du caractère contraignant de ce mécanisme peut cependant être soulevée, les actionnaires minoritaires étant privés de l'opportunité de bénéficier d'une évolution favorable de la valeur de leurs titres, que celle-ci soit liée à des facteurs intrinsèques ou de marché.

Face au mutisme de la loi, la jurisprudence a apporté des éléments de réponse :

- « *les actionnaires minoritaires ne sauraient, sous couvert du principe d'une indemnité équitable et de l'égalité entre actionnaires, invoquer le droit à l'application exclusive du critère qu'ils estiment le plus favorable* »<sup>15</sup> ;
- Il n'est nullement prévu par la loi « ***une composante particulière qui rendrait l'indemnité nécessairement supérieure à l'évaluation équitable des titres visés par l'offre de retrait*** »<sup>16</sup>.

Ainsi, il semble qu'aucune « prime d'éviction » ou « d'indemnisation » soit requise pour compenser la perte d'opportunité éventuelle supportée par l'actionnaire minoritaire du fait du retrait obligatoire.

Cependant, le Groupe de Travail observe que certains experts indépendants n'apprécient pas le caractère équitable du prix proposé aux minoritaires d'une société visée par une offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire selon les mêmes critères que ceux retenus dans le cadre d'une offre « facultative » (les actionnaires étant dans ce cas de figure totalement libres d'apporter leurs titres ou non). Le fait que les actionnaires n'aient pas la possibilité de conserver leurs actions est pris en considération :

- Certains rapports d'experts indépendants précisent que leur opinion est émise (i) dans le cadre d'une offre facultative ou (ii) que le prix d'une offre est équitable y compris dans le cadre d'une procédure de Retrait Obligatoire<sup>17</sup> voire (iii) qu'il « est insuffisant pour en

---

<sup>15</sup> Arrêt Sogenal du 16 mai 1995 et son commentaire notamment dans : Frison Roche (M-A) et Nussenbaum (M) « Les méthodes d'évaluation financière dans les offres publiques de retrait et les retraits obligatoires d'avenir-Havas Média à Sogenal », Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1995, n°48, pp. 56-69.

<sup>16</sup> Arrêt Tissot & Poli - CA Paris, 5 mai 1998.

<sup>17</sup> Cette précision étant requise par la réglementation.

justifier le caractère équitable dans le cas d'un retrait obligatoire » alors qu'il serait équitable dans le cadre d'une OPAS<sup>18</sup>.

- Il convient par ailleurs de noter que certains experts font référence explicitement à un « *prix d'indemnisation* »<sup>19</sup>, introduisant ainsi une différence dans les conditions à respecter pour que le prix puisse être considéré comme équitable en fonction de l'intention de procéder ou non à un retrait obligatoire.

Si l'idée de retenir une approche différente pour apprécier le caractère équitable d'un prix en fonction du type d'offre ne fait pas consensus, la prise en compte dans l'analyse du caractère contraignant de l'offre (RO) pour le minoritaire ne semble cependant pas faire débat.

En effet, l'appréciation du caractère équitable du prix offert dans le cadre d'un retrait obligatoire doit intégrer la situation particulière dans laquelle se trouvent les actionnaires minoritaires, ces derniers perdant la possibilité de céder leurs titres au moment qui leur apparaîtra le plus opportun, voire de les conserver.

La nature particulière de ce type d'opération doit donc être prise en compte :

- dans l'estimation de la valeur fondamentale, d'une part, dès lors que le choix de la date de l'opération est susceptible de l'influencer<sup>20</sup>,
- et dans l'appréciation du caractère équitable du prix offert, d'autre part.

Comme toute évaluation, celle réalisée dans le cadre d'une offre publique sur la base d'une approche multicritère permet de déterminer une fourchette de valeurs à une date donnée. Elle intègre (i) les données et la dynamique de marché (multiples de sociétés ou de transactions comparables, prime de marché, taux croissance attendu à long terme, ...) et (ii) les perspectives d'activité et de rentabilité de la société cible connues à la date d'évaluation.

Or, la date d'initiation d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire est généralement décidée par l'initiateur qui pourrait privilégier un moment qui lui apparaîtrait favorable. Cette date n'étant pas sans conséquence sur l'évaluation des titres d'une société cible, une bonne compréhension du contexte économique, des conditions de marché et du cycle dans lequel se situe l'offre est requise.

---

<sup>18</sup> OPA initiée par Tridimension Holding visant les actions de Metrologic Group.

<sup>19</sup> Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre publique suivie d'un retrait obligatoire portant sur les actions de la société Havas Group initiée par Vivendi.

<sup>20</sup> Même si, en théorie, l'estimation de la valeur fondamentale serait indépendante de l'offre.

En effet, une offre initiée pendant une crise financière pourrait conduire, sans précaution particulière, à des valeurs inférieures à la valeur fondamentale de la société visée hors contexte de crise de marché compte tenu de paramètres de marché particulièrement dégradés.

Dans ce contexte, on peut rappeler que la pratique consistant à fixer un prix d'offre qui ne soit pas inférieur à l'actif net peut constituer une protection pour les minoritaires.

De même, lorsque les sociétés cibles interviennent sur des marchés cycliques, l'expert indépendant doit prendre en compte dans son évaluation cette caractéristique et le niveau du cycle où se situe la société au moment de l'offre. Sur ce point, nous rappelons que la cour d'appel de Paris a rejeté en avril 2002 le recours diligenté par la société Simgar, en réformation et en annulation de la décision du Conseil des Marchés Financiers n° 201C1380 du 20 novembre 2001 et publiée au Bulletin du CMF le 23 novembre 2001. Dans cette décision, le Conseil n'a pas déclaré recevable le projet d'offre publique de retrait suivi de retrait obligatoire visant les actions de la société Louis Dreyfus au motif notamment « *que l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire a été initiée alors qu'elle était au plus bas de son cycle* ».

Le Groupe de Travail considère qu'en période de forte perturbation des marchés financiers qui se caractériseront notamment par une forte volatilité des cours et des primes de risques exigées par le marché, l'expert indépendant devrait chercher autant que possible à corriger les effets de la perturbation des marchés. La prise en compte de paramètres financiers basés sur des moyennes long terme peut être pertinente.

Enfin, même si l'actionnaire minoritaire ne peut prétendre à bénéficier de la valeur la plus élevée ressortant de l'analyse multicritère, y compris dans le cas du retrait obligatoire, il semble pertinent que les raisons qui conduisent à ne pas retenir une valeur située dans la fourchette haute dans ce cas soient expliquées dans le rapport de l'expert indépendant.

### 3. SYNTHÈSE ET RECOMMANDATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL

Selon le Groupe de Travail, le caractère contraignant des offres entraînant un retrait obligatoire doit être pris en compte dès la phase d'estimation de la valeur fondamentale.

- Le rejet de certaines méthodes ou références doit être **spécifiquement justifié**.
- Le prix ne doit pas nécessairement correspondre à la valeur la plus élevée ressortant de l'évaluation. Cependant, dans le cadre d'un retrait obligatoire, les raisons qui conduisent à ne pas retenir une valeur située dans la fourchette haute de l'analyse multicritère devraient selon le Groupe de Travail être systématiquement expliquées dans le rapport de l'expert indépendant.

De fait, les experts indépendants font preuve dans leurs travaux d'une attention croissante au contexte et à la nature des offres. Ils ont été amenés à nuancer leurs conclusions en fonction des circonstances, reconnaissant ainsi par exemple le caractère équitable des termes d'une offre publique d'achat simplifiée tout en rejetant la qualification équitable d'une offre comparable dans l'hypothèse d'un retrait obligatoire<sup>21</sup>. Un retrait obligatoire suivant une offre publique d'achat pose en revanche, *a priori*, moins de question.

De manière générale, les auditions menées dans le cadre du Groupe de Travail ont souligné l'intérêt des banquiers conseils à voir les experts non seulement détailler le contexte des offres dans leur rapport d'expertise (ce qui est déjà le cas), mais également nuancer leurs conclusions sur le caractère équitable des projets d'offres en fonction du contexte économique et notamment du niveau du cycle économique où se situe la société au moment de l'offre afin de pouvoir prendre en compte des données de long terme.

Au-delà de la nature de l'offre pour les actionnaires (obligatoire ou facultative), d'autres éléments peuvent être pris en considération dans l'appréciation de l'équité elle-même. Ainsi, si le prix offert par l'initiateur fait suite à l'acquisition d'un bloc majoritaire de titres ou ressort d'un processus d'enchères ou de la mise en concurrence de plusieurs acheteurs potentiels, et qu'il y a eu au préalable une « *tension* » sur le prix pour reprendre l'expression utilisée par un banquier conseil lors des auditions du Groupe de Travail, le contexte est alors *a priori* plus favorable à la reconnaissance du caractère équitable des conditions financières et pourrait être présenté comme tel dans le rapport d'expertise en constituant alors **une référence significative**.

---

<sup>21</sup> Cf. à titre d'exemple, la note en réponse de Metrologic Group sur l'offre de Tridimension Holding en juin 2011. La conclusion de l'expert indépendant sur cette opération est ainsi formulée : « [...] En conclusion, [...] nous sommes d'avis que le prix proposé de :

- 38 € (coupon attaché) / 22,5 € (coupon détaché) dans le cadre de l'OPAS serait équitable pour les actionnaires minoritaires apportant volontairement leurs titres aux fins de bénéficier de la liquidité qui leur est offerte, au même prix que celui dont ont bénéficié les actionnaires ayant préalablement cédé leurs titres, sans perspective de retrait obligatoire,
- 40 € (coupon attaché) / 24,5 € (coupon détaché) [l'offre prévoyait un complément de prix de 2 € en cas de mise en œuvre du retrait] est insuffisant pour en justifier le caractère équitable dans le cas d'un retrait obligatoire, où l'Initiateur détiendrait plus de 95% du capital et des droits de vote de Metrologic à l'issue de l'Offre. »

Sur cette opération, l'avis motivé du conseil d'administration a indiqué : « Le Conseil d'administration prend note que l'Initiateur n'a pas l'intention de procéder à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre et, en tout état de cause, pas avant le 31 décembre 2011. Le Conseil d'administration connaissance prise [...], après en avoir délibéré, estime que l'Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et qu'elle constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate. »

Le cas de l'OPRA apparaît singulier. C'est le seul cas où le prix le plus élevé n'est pas forcément le plus équitable, car en risquant d'appauvrir la société qui rachète ses titres, il ne respecterait pas les intérêts des actionnaires qui ne participeraient pas à l'offre.

L'attention portée au contexte permet ainsi à l'expert indépendant d'élargir son appréciation de la valeur et de nuancer sa conclusion pour juger *in fine* de la cohérence des termes de l'offre.

La cohérence recherchée pour conclure au caractère équitable prend en compte le contexte au sens large (qu'il s'agisse par exemple de la liquidité des titres, ou du cycle d'activité de l'entreprise cible aussi bien que de la nature de l'offre) en complément des travaux d'analyse financière que conduit l'expert.

### III. REFLEXIONS SUR LA PRIME DE CONTROLE ET LES SYNERGIES

**Le prix dépend des circonstances de l’offre, et de ce fait peut incorporer des primes ou des décotes par rapport à la valeur fondamentale.**

La **prime de contrôle** représente la part des avantages attendus par l’initiateur d’une offre ou l’acquéreur d’une participation du fait de l’obtention du contrôle de la société cible, qu’il accepte de payer au vendeur.

Elle se matérialise généralement par la différence constatée entre le prix proposé par l’initiateur d’une offre ou l’acquéreur d’une participation, et la valeur fondamentale ou le cours de bourse.

La prime de contrôle est donc principalement constituée par :

- l’écart entre la valeur fondamentale et le cours de bourse,
- les synergies attendues par l’acquéreur du fait de l’intégration de la société cible dans son groupe, tant par l’anticipation d’une meilleure gestion de la société que par des effets d’optimisation des coûts et/ou des revenus consécutifs au rapprochement de la cible et de l’acquéreur ;
- la capacité de l’acquéreur à définir le modèle économique et politique de la société avec notamment la désignation des dirigeants, la définition de la stratégie et de la politique de distribution de dividendes.

Dans le cadre d’offres publiques, il est fréquemment observé une prime de contrôle<sup>22</sup> dont la validité a été confirmée à de nombreuses reprises et depuis de nombreuses années, tant par les juridictions que par l’AMF. Nous pouvons relever à ce sujet les décisions suivantes :

- La jurisprudence, élaborée par le Conseil constitutionnel en 1986, à l’occasion principalement des contentieux liés aux privatisations, a rappelé « *que le prix d’acquisition d’un ensemble d’actions donnant à un groupe d’acquéreurs le contrôle de la société doit être fixé en tenant compte de cet avantage spécifique* ».
- Le Conseil d’Etat a reconnu la validité des primes accordées aux blocs majoritaires dans divers arrêts, et notamment dans un arrêt du 16 mai 1975 dans lequel il confirme qu’un prix peut correspondre à la valeur intrinsèque de la société cible augmentée de la valeur que l’acquéreur pouvait ajouter à son propre fonds de commerce en s’assurant le contrôle total sur l’activité d’une entreprise jusque-là indépendante.
- Dans une affaire très ancienne (rachat de Wagons-Lits par Accor), une offre publique avait été lancée à un prix très inférieur au prix qui aurait dû être payé aux actionnaires pour une prise de contrôle, et l’initiateur avait dû réajuster son offre de 45% suite à une décision du Tribunal de commerce qui avait considéré que du fait de l’existence d’un contrôle conjoint

---

<sup>22</sup> L’analyse et l’évaluation des primes de contrôle observées dans le cadre d’offres publiques ou de transactions fait l’objet de diverses études, dont notamment :

- l’Observatoire des offres publiques EY, publié annuellement, qui présente les primes observées dans le cadre des offres publiques (7<sup>ème</sup> à 10<sup>ème</sup> édition, disponibles en ligne) ;
- l’étude PwC sur les primes de contrôle – 2<sup>ème</sup> édition – janvier 2018, disponible en ligne ;
- l’étude de la SFEV sur les primes et décotes, mise à jour en juin 2018.

préexistant, l'offre devait prendre la forme d'une OPA obligatoire et correspondre au minimum au prix d'entrée d'Accor dans la compagnie (décembre 1991).

La prime de contrôle peut poser la question de l'égalité entre actionnaires : est-il légitime de payer une prime de contrôle aux actionnaires minoritaires dans le cadre d'une offre publique ? La réponse à cette question dépend-elle du contexte obligatoire ou facultatif de l'offre ?

## **1. LA LEGITIMITE DE LA PRIME DE CONTROLE**

### **1.1 Cas des offres obligatoires ou facultatives du point de vue de l'initiateur**

Ainsi que rappelé ci-avant, l'article 234-6 du règlement général de l'AMF précise que : « *Lorsqu'un projet d'offre est déposé en application des articles 234-2 et 234-5 (cas des offres obligatoires pour les initiateurs), le prix proposé doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre* ».

Ainsi, dans les cas où l'initiateur aurait payé une prime pour acquérir les titres de la société cible dans les 12 mois qui précèdent, l'actionnaire minoritaire bénéficiera également de cette prime de contrôle. Pour les actionnaires minoritaires, la prime de contrôle est ainsi légitimée par des considérations juridiques. Cette disposition permet de protéger efficacement les actionnaires minoritaires, même si d'un point de vue économique il peut paraître discutable de payer une prime de contrôle à un actionnaire minoritaire, qui par définition ne cède pas le contrôle sauf lorsque le cours apparaît inférieur à la valeur fondamentale.

Dans le cadre d'une offre d'achat facultative pour l'initiateur, l'intégration d'une prime de contrôle dans le prix offert dépendra de la volonté ou non de l'initiateur d'obtenir le contrôle. Le Groupe de Travail préconise que le rapport de l'expert indépendant rappelle l'intention exprimée de l'initiateur sur ce sujet.

### **1.2 Cas des offres obligatoires ou facultatives du point de vue de l'actionnaire minoritaire**

La question du paiement d'une prime de contrôle n'est pas liée au caractère facultatif ou obligatoire de l'offre pour les actionnaires minoritaires. Certes, l'expert indépendant sera encore plus vigilant dans le cas des retraits obligatoires au positionnement du prix d'offre dans le haut de la fourchette de l'évaluation multicritère, puisque par définition les actionnaires minoritaires sont dans l'obligation d'apporter leurs titres (il s'agit d'une forme « d'expropriation » comme rappelé ci-dessus), mais la prime de contrôle est liée à la prise de contrôle par l'initiateur et donc différente par nature d'une éventuelle prime d'expropriation.

Ainsi :

- l'actionnaire minoritaire a droit en principe à la prime de contrôle si l'offre fait suite à une prise de contrôle (offre devant obligatoirement être lancée par l'initiateur), que l'offre reste facultative ou non pour l'actionnaire minoritaire ;
- le paiement d'une prime de contrôle ne s'impose pas nécessairement, en revanche, lorsque l'initiateur lance une offre de renforcement de contrôle, que cette offre soit facultative ou obligatoire pour l'actionnaire minoritaire.

Ainsi dans le cas d'un retrait obligatoire, une prime de contrôle ne sera intégrée au prix d'offre que si l'offre fait suite à une prise de contrôle (cf. article L. 433-4 du code monétaire et financier qui précise que dans le cadre d'une offre publique de retrait obligatoire, « *L'indemnisation est égale, par titre, au résultat de l'évaluation précitée ou, s'il est plus élevé, au prix proposé lors de l'offre ou la demande de retrait du règlement général de l'AMF* »).

## **2. LE NIVEAU DE LA PRIME DE CONTROLE AU REGARD DE L'ANALYSE DES SYNERGIES**

Dans le cadre des travaux d'analyse à réaliser par l'expert indépendant pour apprécier le caractère équitable du prix de l'offre, se pose la question de l'intégration des synergies qui ne sont pas prises en compte dans la détermination de la valeur fondamentale de l'entité considérée seule et séparément (« *stand-alone* »)<sup>23</sup>.

### **2.1 Sur le principe même de la prise en compte par l'expert indépendant des synergies pour l'appréciation du caractère équitable du prix de l'offre**

Pour mémoire, la Recommandation AMF précise, dans la partie traitant des « principes de pertinence et de cohérence » (p. 6/6), qu'aux fins de la mise en œuvre d'une approche multicritère, « *lorsqu'il est fait état de synergies susceptibles de résulter du rapprochement avec la société visée, l'expert indépendant indique, le cas échéant*<sup>24</sup>, *comment il a pris en compte ces synergies* ».

Il existe même pour l'AMF une nécessité d'attention accrue dans le cas des offres publiques d'échange car il est précisé (p. 2/6 de la Recommandation AMF) que « *L'expert a accès à toutes les informations utiles à la réalisation de sa mission* » et « *en outre accès aux données nécessaires à l'appréciation des synergies attendues dans le cadre de l'opération étudiée lorsque leur montant est rendu public conformément à l'art. 2.3° f) de l'Instruction AMF n° 2006-7 du 25 juillet 2006 et notamment en cas d'offre publique d'échange* ». Cet article renvoie au contenu de la note d'information qui doit ainsi comprendre, aux termes de l'Instruction AMF précitée « *les synergies éventuellement envisagées, ainsi que le montant et la date approximatifs des gains attendus de l'opération* ».

*De facto*, il ressort ainsi *a minima* de la Recommandation AMF que rien ne s'oppose à la prise en compte des synergies dans l'appréciation par l'expert indépendant du caractère équitable du prix de l'offre car celles-ci doivent être communiquées par l'initiateur dès lors qu'elle sont envisagées par lui.

### **2.2 Sur l'influence du caractère facultatif ou obligatoire de l'offre pour la prise en compte des synergies**

A l'analyse des opérations évoquées lors des réunions du Groupe de Travail, ce dernier considère que l'expert indépendant devrait, sous certaines conditions, intégrer dans son avis la prise en compte des synergies dont il a pu avoir connaissance dans l'appréciation du caractère équitable du prix, aussi bien pour les offres impliquant un retrait obligatoire que pour les offres facultatives, tout en soulignant au chapitre suivant les difficultés et les limites en pratique de cette diligence.

---

<sup>23</sup> Cf. APEI. « Recommandations pour la prise en compte des synergies dans les attestations d'équité », 17 mars 2010.

<sup>24</sup> Souligné par nous.

### **2.3 Sur les difficultés et les limites en pratique de la prise en compte des synergies par l'expert indépendant**

En tout état de cause, la question théorique et de principe de la prise en compte des synergies dans l'appréciation du caractère équitable du prix de l'offre ne doit pas masquer les difficultés et les limites pratiques auxquelles fait face l'expert indépendant en la matière.

En effet, l'expert indépendant réalise ses travaux sur la base des documents qui lui sont fournis : en pratique, s'il est censé obtenir systématiquement le plan d'affaires de la société cible, il n'a pas nécessairement ni de plein droit accès à celui de la société initiatrice de l'offre ; à cet égard, la Recommandation AMF (p. 2/6) stipule que « *L'expert indépendant a accès à toutes les informations utiles à la réalisation de sa mission ainsi qu'à la Direction générale et aux membres des comités de direction de la société cible et, le cas échéant, de l'initiateur. Il a également accès aux travaux d'évaluation réalisés par les banques présentatrices de l'offre et, le cas échéant, au dossier de financement de l'opération. Il a en outre accès aux données nécessaires à l'appréciation des synergies attendues dans le cadre de l'opération étudiée lorsque leur montant est rendu public<sup>25</sup> conformément à l'article 2 3° f) de l'Instruction AMF n°2006-07 du 25 juillet 2006, et notamment en cas d'offre publique d'échange.* ».

Seul le plan d'affaires établi par l'initiateur de l'offre permettrait à l'expert d'identifier de potentielles synergies (et d'éventuels aléas). Les membres du Groupe de Travail témoignent que, dans de nombreuses opérations où des synergies semblaient « évidentes », la documentation complète sur ces synergies potentielles n'avait pas été communiquée à l'expert (absence de détail de ces synergies ou déclaration selon laquelle le travail d'identification et d'estimation des synergies n'avait pas été réalisé).

Il peut également être utile de distinguer deux catégories de synergies, selon qu'elles peuvent potentiellement être automatiquement réalisées (ou synergies passives) comme certaines économies d'échelle résultant d'un regroupement activités ou selon qu'elles présentent un fort aléa de réalisation (ou synergies actives) dans le cas notamment d'accroissement de parts de marché.

Ainsi, la prise en compte des synergies s'inscrit dans la démarche d'appréciation par l'expert indépendant de la pertinence et de la cohérence globale des prévisions qui lui sont communiquées, par la cible et le cas échéant par l'initiateur, et desquelles est censé résulter le prix d'offre.

Tant au regard de l'aléa de concrétisation des synergies que de la problématique d'accès à l'information, l'évaluation des synergies par l'expert indépendant relève d'un exercice particulièrement délicat, et ce avant même d'évoquer la question de leur partage entre la cible et l'initiateur de l'offre.

### **2.4 Le point de vue des actionnaires minoritaires**

Certains actionnaires minoritaires considèrent que le prix équitable correspond à la valeur fondamentale à laquelle on doit ajouter une partie de la valeur additionnelle créée par l'opération.

Selon eux, la prime offerte par un initiateur qui veut prendre le contrôle devrait capter une part très significative de la valeur induite par la mise en œuvre des synergies. Cela suppose toutefois, comme

---

<sup>25</sup> Souligné par nous.

rappelé au chapitre précédent, de disposer d’une information suffisante et chiffrée sur les synergies attendues.

Rappelons que dans le cas d’une offre émanant d’un actionnaire qui a déjà le contrôle, la question des synergies ne devrait pas se poser. Certains actionnaires minoritaires estiment cependant que le prix offert doit intégrer les opportunités pour l’acquéreur qui ne seraient pas intégrées dans un DCF classique, notamment les avantages stratégiques qu’il compte tirer d’une détention à 100% du capital de la cible, lesquels, dans une optique de prix équitable, devraient être partagés avec les minoritaires (surtout en cas de RO). Ceci pourrait compenser la valeur de l’option qu’ils perdent en étant contraints de se retirer du capital de la société cible théorique (il s’agit en effet d’un coût d’opportunité : quelle serait la valeur d’un investissement alternatif offrant les mêmes avantages ? Or la situation n’est pas la même pour tous les investisseurs, d’où la nécessité de valoriser les perspectives de croissance qui ne seraient pas prises en compte dans le DCF). L’analyse des comparables boursiers peut s’avérer utile en l’espèce, notamment en examinant ceux qui font apparaître les multiples les plus élevés, dès lors que ceux-ci apparaissent effectivement comparables et sont susceptibles de traduire des perspectives qui auraient été insuffisamment appréhendées.

## 2.5 Sur le rôle de l’expert indépendant dans la prise en compte des synergies

Dans ce contexte, le Groupe de Travail considère qu’au regard des difficultés pratiques pour recueillir des éléments relatifs aux synergies l’expert indépendant devrait :

- questionner les parties sur l’existence d’éventuelles synergies en l’absence de données communiquées ;
- apprécier la cohérence et la pertinence des synergies si les parties en font état de façon chiffrée, étant souligné que l’appréciation de ces synergies constitue, dans la pratique, un exercice particulièrement délicat ; de ce point de vue, la faculté pour l’expert indépendant d’obtenir par voie réglementaire, au même titre que le plan d’affaires *stand alone* de la cible, le plan d’affaires élaboré par l’initiateur, s’avérerait particulièrement utile dès lors que ce dernier atteste de son caractère exhaustif ;
- apprécier le caractère réaliste des synergies (le rôle de l’expert n’étant pas de les quantifier), et indiquer si une prime est offerte à ce titre *via* le prix d’offre ;
- indiquer précisément dans son rapport si des synergies sont prises en compte ou non dans son appréciation du caractère équitable du prix d’offre et, le cas échéant, fournir un avis sur les synergies présentées par les parties dans le contexte global de l’opération ; le Groupe de Travail considère qu’une telle mention éclairerait utilement le lecteur en lui permettant de disposer d’éléments suffisamment exhaustifs pour se forger sa propre opinion sur le caractère équitable du prix d’offre.

## **2.6 Sur les éléments matérialisant en pratique l'existence de synergies et sur le partage du bénéfice des synergies « avérées » entre la cible et l'initiateur**

Lorsque le titre de l'initiateur de l'offre est coté, l'augmentation de son cours après l'annonce de l'opération envisagée peut être un indicateur de l'existence de synergies qui n'auraient pas été intégrées dans le prix d'offre ; en effet, cette hausse peut refléter l'anticipation par le marché de la valeur correspondant aux synergies attendues de l'opération et non incluses dans le prix de l'offre.

L'expert indépendant n'a pas à se prononcer directement sur le partage des synergies entre la cible et l'initiateur de l'offre. Dans son appréciation de l'équité, il peut être amené à se prononcer toutefois indirectement sur ce partage dans l'analyse de la prime offerte par le prix d'offre. Une attention particulière est requise dans le cas des offres publiques d'échange (cf. *supra*).

### 3. SYNTHÈSE ET RECOMMANDATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL

En conclusion, le Groupe de Travail préconise que l'expert indépendant rappelle dans son rapport et sa conclusion le contexte de l'offre, notamment, (i) le caractère obligatoire ou volontaire de l'offre pour l'initiateur en rappelant s'il s'agit d'une prise de contrôle ou d'un renforcement de contrôle, et (ii) le caractère obligatoire ou facultatif de l'offre pour les actionnaires.

Le Groupe de Travail recommande également que l'expert indépendant précise :

- le contexte de l'opération et son influence, au regard de l'ensemble des considérations à prendre en compte dans l'appréciation de l'équité du prix ; en particulier, dans le cadre d'une offre d'achat (OPA ou OPAS), l'intention de l'initiateur de procéder à un retrait obligatoire à la suite de l'offre doit être mentionnée, si tel est le cas, dans le rapport de l'expert indépendant ;
- l'existence d'une prime de contrôle éventuellement proposée par l'initiateur au regard notamment des synergies attendues et présentées par les parties à l'opération, à la fois qualitativement et quantitativement.

Par ailleurs, le mécanisme de retrait obligatoire peut intervenir à la suite d'une offre publique de retrait (OPR-RO) ou à l'issue d'une opération en séquences. Dans ce dernier cas, des synergies parfois significatives peuvent être anticipées. Par ailleurs, compte tenu de la conception de la notion d'équité par le régulateur, il semble qu'il revienne à l'expert indépendant d'examiner la valeur des synergies pour lesquelles il dispose d'une information complète et d'indiquer la part des synergies intégrées dans le prix d'offre lorsqu'il est en mesure de la déterminer.

Toutefois, en pratique, l'évaluation des synergies est un exercice délicat, ce d'autant plus qu'il est rare de disposer d'une information complète et fiable à la date du rapprochement entre la cible et l'initiateur malgré la Recommandation AMF qui précise que l'initiateur indique dans sa note d'information (article 2 3° f de l'Instruction AMF n°2006-07 du 25 juillet 2006) que l'expert doit avoir accès aux « synergies éventuellement envisagées ainsi que le montant et la date approximatifs des gains économiques attendus de l'opération ».

De ce fait, lorsqu'il est fait état de synergies susceptibles de résulter du rapprochement avec la société visée, et à la condition que leur mise en œuvre opérationnelle soit clairement explicitée et chiffrée par les parties à l'opération, tout en tenant compte de l'incertitude de leur matérialisation, l'expert indépendant indique alors comment il a pris en compte ces synergies, dont l'impact peut justifier de l'accroissement du prix d'offre par rapport à la valeur fondamentale de la cible.

Cependant, la part des synergies pouvant revenir aux actionnaires de la cible ne peut être fixée de manière explicite en dehors d'un cadre réglementaire précis à cet égard. Dans les faits, cette part dépend de l'intensité du processus concurrentiel ayant caractérisé l'offre, comme l'a relevé la littérature académique<sup>26</sup>, car ce processus, ainsi que l'indépendance préalable de la cible par rapport à l'initiateur, sont susceptibles de le conduire à accroître la part, restituée à la cible, des synergies anticipées *ex ante*<sup>27</sup>.

Il est clair que si cette part est trop faible, eu égard aux informations communiquées par l'initiateur, les actionnaires de la cible pourraient ne pas apporter leurs titres à l'offre, espérant ainsi bénéficier *ex-post* d'une part plus importante de synergies que celles intégrées dans le prix d'offre.

<sup>26</sup> Cf. Muhlerin J H 2004 « Mergers and corporate governance » Elgar Reference Collection Cheltenham UK

<sup>27</sup> Cf. également Ahern KR 2012 « Bargaining power and industry dependence in mergers » - Journal of financial economics 103 (3), 5 30-550

De ce fait, il n'existe pas *a priori* de norme à prendre en compte par l'expert dans une offre facultative pour les actionnaires car cette part de synergies dépend des facteurs précités et notamment du pouvoir de marché respectif des firmes en cause<sup>28</sup>. Dès lors que le prix d'offre correspond à la valeur fondamentale *stand alone*, le prix ne pourra pas être considéré comme non équitable eu égard à ce critère.

Le cas du RO (qu'il s'agisse d'une OPR-RO ou d'une offre publique prévoyant la mise en œuvre d'une procédure de RO si le seuil de détention est atteint) nécessite une réponse spécifique car la question se pose de savoir si l'actionnaire de la cible serait privé de l'opportunité de bénéficier des synergies dans le cas où elles ne seraient pas incorporées dans le prix d'offre.

Dans l'hypothèse où l'expert indépendant aurait obtenu de la part de l'initiateur l'ensemble des éléments nécessaires à une analyse complète des synergies, et que l'intégration d'une partie d'entre elles conduirait à un prix significativement supérieur au prix proposé, devrait-il conclure à l'iniquité de l'offre dès lors que le prix serait au moins égal à la valeur fondamentale déterminée en *stand alone* ?

Pour répondre à cette question, il faut d'abord observer que même si le RO peut être assimilé à une expropriation, la jurisprudence précise que le prix offert doit être fixé en se référant à une approche multicritère comme c'est le cas pour toute offre publique sans prévoir de prime spécifique d'expropriation dès lors que le prix est considéré comme équitable.

On peut observer que la Cour d'appel de Paris a d'ailleurs rappelé à cet égard qu'il n'existe « *nullement une composante particulière qui rendrait l'indemnité nécessairement supérieure à l'évaluation équitable des titres visés par l'offre de retrait* »<sup>29</sup>.

Devant la difficulté d'apprécier avec précision le niveau des synergies attendues et leur partage induit par le prix, certains experts, considèrent qu'en matière de RO, le prix proposé doit intégrer une fraction raisonnable des synergies escomptées (notamment si le RO est prévu dès l'annonce de l'offre visant une prise de contrôle ou est susceptible de créer des synergies notamment fiscales). Dès lors que le prix proposé fait ressortir une prime par rapport à la valeur intrinsèque, en l'absence d'une connaissance précise de celles-ci, ils se prononcent en la comparant au niveau de prime observé dans des opérations similaires ou une création de valeur pour les actionnaires des deux sociétés a été observée, tout en tenant compte de l'incertitude de la matérialisation des synergies.

En conséquence, même s'il revient à l'APEI d'énoncer des propositions pour unifier les pratiques des experts, seul le régulateur peut être en mesure d'apporter des précisions aux textes existant de l'Instruction AMF n° 2006-07 du 25 Juillet 2006 (article 2.3° f) et de la Recommandation AMF n° 2006-15 du 28 septembre 2006 (§ 423) pour dire si en cas de RO ou d'offre potentiellement suivie d'un RO susceptible de créer des synergies, l'expert doit aller au-delà de l'exposé des synergies connues et de l'indication de leur prise en compte dans le prix d'offre sans que cela ne soit un critère de non équité du prix.

---

<sup>28</sup> Op. cit. Ahern - 2012

<sup>29</sup> CA Paris 5 Mai 1998 Tissot et Poli c/ Genefilm Caussain et Viandier, La semaine juridique - Entreprise et Affaires, no32, 1998 p 1303

## **IV AUTRES ELEMENTS A PRENDRE EN CONSIDERATION : LIQUIDITE, ACCORDS CONNEXES**

Aux termes de l'article 262-1.I du RG-AMF, « *l'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre* », et se prononce donc sur le caractère équitable des conditions financières de l'offre. Le Groupe de Travail relève que cette notion d'équité est distincte du principe d'égalité de traitement des actionnaires.

Selon l'IVSC, l'« *Equitable Value* »<sup>30</sup> reflète les intérêts respectifs des parties. Il est également précisé que la valeur équitable (traduction libre) doit permettre à chaque partie de retirer un gain ou un avantage de la transaction. Sur cette base, un prix équitable pourrait ne pas être le même pour tous les actionnaires compte tenu de la variété de situations et d'intérêts en présence. Le concept d'équité ne peut donc pas s'appliquer uniformément à tous les actionnaires. Il faudrait tenir compte des situations particulières propres à chaque groupe d'actionnaires. À l'extrême limite, cela supposerait que l'expert indépendant se prononce sur un prix équitable pour chaque groupe d'actionnaires en s'assurant, de plus, qu'aucun ne bénéficie d'un prix trop élevé par rapport aux autres.

Pour autant, le Groupe de Travail relève que l'expert indépendant est mandaté par l'organe compétent de la cible pour donner une appréciation globale, sans distinction ou restriction à tel ou tel groupe d'actionnaires, pour une même catégorie de titres visés par l'offre.

Si l'équité doit s'apprécier pour l'ensemble des actionnaires, le Groupe de Travail constate néanmoins que l'expert indépendant porte une attention particulière au traitement des actionnaires minoritaires qui n'ont pas la possibilité de négocier avec l'initiateur, à l'inverse de l'actionnaire de contrôle ou de porteurs de blocs, dans certains cas.

C'est donc dans un objectif de protection du petit porteur qu'un prix est équitable, si l'actionnaire qui subit l'offre est au moins aussi bien traité que les autres actionnaires. Ainsi, l'initiateur qui réalise une opération dans les 12 derniers mois précédant l'offre doit proposer, dans le cadre de l'offre, un prix au moins équivalent aux actionnaires. En conséquence, dans le contexte des offres publiques et compte tenu de l'objectif de protection de l'actionnaire minoritaire, plus le prix est élevé, plus il pourrait être considéré comme équitable (sauf dans le cas particulier des OPRA, comme il a été indiqué *supra* en partie II, paragraphe 2.2).

Dans ce cas, l'égalité de traitement des actionnaires tire le prix vers le haut en faisant bénéficier le minoritaire de la capacité de négociation d'actionnaires plus influents.

D'autres éléments doivent être pris en considération dans l'appréciation du caractère équitable du prix d'offre. Il en est ainsi de manière indubitable des accords connexes, que l'AMF cite spécifiquement dans son règlement général (cf. article 261.1 I 4° du RG-AMF). Il peut également en être ainsi de l'impact de l'offre sur la liquidité du titre de la société cible.

Ces deux questions sont abordées ci-après.

---

<sup>30</sup> IVS 104 § 50. IVS-Defined Basis of Value – Equitable Value.

## 1. LA LIQUIDITE DU TITRE

### 1.1 Définition et mesure de la liquidité

La liquidité d'un titre correspond à la capacité d'acquérir ou de vendre, dans un délai limité, une assez grande quantité du titre sans provoquer de modification significative de son cours. Elle dépend à la fois de la taille relative du flottant par rapport au nombre de titres de la société, mais aussi de la fréquence des transactions.

On distingue souvent pour caractériser la liquidité d'un titre à la fois le nombre de titres échangés sur une période / la fréquence des transactions et la profondeur, c'est-à-dire le volume de transactions pouvant être exécuté sans décalage de prix.

Il existe différents moyens de mesurer la liquidité :

- une méthode communément retenue consiste à mesurer la rotation du flottant<sup>31</sup>, ce paramètre étant généralement considéré comme un bon indicateur de la liquidité d'un titre ; il mesure la proportion du flottant échangé durant une période donnée ;
- il est également souvent fait référence aux écarts de cours acheteur et vendeur (le « *bid – ask spread* ») : plus la liquidité est faible, plus cet écart est important.

De telles références n'éclairent cependant pas sur l'influence qu'un certain volume de transactions peut avoir sur le cours de bourse. De ce fait, une autre mesure, qui est souvent utilisée dans la littérature académique pour rendre spécifiquement compte de l'impact du volume des titres échangés sur les cours, consiste à calculer le ratio rapportant la variation quotidienne (en valeur absolue) du cours d'un titre au volume échangé quotidiennement (calculé en montant). L'intuition de cette mesure est que l'une des facettes de la liquidité est la possibilité de vendre ses actions (et donc d'obtenir des liquidités) sans subir de coûts liés au fait que cette cession fasse baisser le cours du titre.

Il existe également une relation entre la liquidité et la volatilité d'un marché car, d'une part, une liquidité importante peut atténuer la volatilité d'un marché, et ceci est particulièrement vrai au niveau macroéconomique, et, d'autre part, un excès de liquidité peut avoir des effets déstabilisants.

### 1.2 Utilité de l'analyse de la liquidité dans le cadre d'une attestation d'équité

L'analyse de la liquidité du marché du titre doit être réalisée par l'expert indépendant, dans la mesure où cela lui permet de donner son avis sur deux questions :

---

<sup>31</sup> Définition du flottant : « partie du capital d'une société cotée en bourse qui n'est pas détenue par des actionnaires stables dont on présume qu'ils ne céderont pas à court terme leurs actions. C'est donc la part du capital de la société qui est susceptible, à court terme, d'être cédée en bourse. Toute chose égale par ailleurs, plus le flottant d'une société est important, meilleure sera la liquidité de ses actions et plus faible seront les amplitudes de cours de son action. », source : dictionnaire LesEchos.fr.

- Au plan de la valeur fondamentale : le marché du titre présente-t-il des caractéristiques de liquidité suffisantes pour qu’il soit considéré que les prix reflètent les dernières informations publiques ? La réponse à cette question, entre autres<sup>32</sup>, par l’expert indépendant lui permet de donner un avis sur la pertinence de se référer au cours de bourse dans l’analyse du prix d’offre. Elle peut renseigner sur le risque d’existence d’une asymétrie d’information entre le management et les actionnaires et de ce fait le risque d’une qualité discutable de l’information publique<sup>33</sup>. L’impact potentiel de la liquidité sur la valeur des actions peut également être analysé (cf. partie I, chapitre 4) ;
- Au plan des autres éléments à prendre en compte dans l’analyse de l’équité : quel est l’impact potentiel de l’offre sur la liquidité des actions ?

Cette question est très délicate et difficile à trancher. Un prix élevé par rapport à la valeur fondamentale rendra les conditions de l’offre équitables, qui sera de ce fait probablement un succès, asséchant la liquidité future de la société. Mais les intérêts des actionnaires auront été préservés, un prix équitable leur ayant été offert.

Une difficulté peut surgir lorsque l’expert juge que le prix est équitable dans le cas d’une offre facultative pour les actionnaires minoritaires (mais pas forcément équitable dans le cas d’un retrait obligatoire). Les actionnaires minoritaires ne sont alors pas incités à apporter à l’offre, sauf s’ils souhaitent avoir accès à une liquidité. Selon le flottant et la répartition du capital, il peut dans certains cas exister un risque d’amointrissement de la liquidité qui pourrait être préjudiciable aux actionnaires n’ayant pas apporté à l’offre. La décision d’apporter ou non à l’offre reste cependant une décision de la part des actionnaires, le rôle de l’expert n’étant pas de les conseiller sur leur stratégie.

En tout état de cause, une offre publique, est par définition, de nature à restreindre la liquidité du titre de la société cible et l’actionnaire minoritaire doit intégrer ce fait dans sa réflexion. L’abaissement du seuil de retrait obligatoire à 90% (dans le cadre de la Loi Pacte<sup>34</sup>) devrait diminuer le nombre de situations dans lesquelles l’actionnaire qui n’apporte pas à l’offre se retrouve bloqué dans une société devenue illiquide. Il n’en demeure pas moins, d’une part, qu’il n’est pas approprié de retenir une décote d’illiquidité dans le cas d’un RO et, d’autre part, que l’analyse de l’impact de l’offre sur la liquidité ne peut se faire qu’*a posteriori*, dès lors qu’il dépend du résultat de l’offre. En tout état de cause, l’analyse de la liquidité doit se faire sur les marchés au moment de l’offre et l’expert doit s’interroger sur la pertinence d’une décote d’illiquidité qui serait induite par le prix d’offre.

## 2. LES ACCORDS CONNEXES

Au-delà de l’alignement du prix offert aux actionnaires minoritaires sur celui dont ont pu bénéficier d’autres actionnaires disposant d’un plus grand pouvoir de négociation, l’expert indépendant doit vérifier que les autres dispositions de l’opération (*i.e.* autres que le prix) dont il a connaissance ne constituent pas un avantage favorisant financièrement un ou plusieurs actionnaires au détriment des autres.

<sup>32</sup> L’analyse de la pertinence du cours de bourse ne se limite pas à l’analyse de la liquidité, qui n’est qu’un des paramètres de cette analyse, et qui peut d’ailleurs être impactée par des contrats de liquidité faisant apparaître des transactions n’impliquant pas deux parties indépendantes.

<sup>33</sup> La recherche académique souligne l’influence des asymétries d’information sur la liquidité (Akerloff (1970), « The Market of lemons »).

<sup>34</sup> Op. Cit. Loi Pacte

En effet, lors des opérations de marché, certains actionnaires peuvent bénéficier d'un traitement différent au travers d'accords spécifiques compte tenu de leur statut et/ou de leur capacité à négocier avec l'initiateur.

C'est par exemple le cas d'un actionnaire dirigeant de la cible auquel l'initiateur propose un nouveau *management package* dans le cadre de l'offre ou d'un actionnaire cédant ses titres de la cible tout en bénéficiant d'une possibilité de réinvestissement chez l'initiateur, le cas échéant au travers de la holding de reprise des titres de la cible.

L'appréciation de ces accords connexes rentre dans la mission de l'expert qui doit apprécier s'ils sont de nature à remettre en cause l'équité de l'offre.

L'article 261-1 du règlement général de l'AMF dispose en effet 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 AMF sur l'expertise indépendante qui précise, au chapitre de l'analyse des situations de conflits d'intérêt par l'expert indépendant (p. 6/6) 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. ».*

Compte tenu de la diversité des situations, il n'est pas possible d'en faire l'inventaire et proposer une approche générale, l'analyse devant être adaptée au cas par cas<sup>35</sup>.

Souvent, lorsque les accords connexes comportent une composante pécuniaire, l'expert indépendant s'assure que celle-ci ne s'analyse pas comme un complément de prix déguisé au bénéfice de certains actionnaires.

---

<sup>35</sup> Cf. APEI. « Réflexions sur les accords et opérations connexes », 13 octobre 2014.

À titre d'illustration, lorsque l'accord connexe consiste en un *management package*, l'expert indépendant cherchera à s'assurer que le *management package* rémunère un travail effectif, qu'il n'est pas lié au statut d'actionnaire et qu'il est proposé à des conditions cohérentes avec les observations de marché (lorsque de telles observations sont possibles). Dans le cas où l'accord connexe consiste en un paiement différé du prix, il s'agira en général de s'assurer que les modalités de détermination du prix différé reposent sur des bases analogues à celles du prix d'offre.

La question de l'équité se pose en particulier dans les opérations où certains actionnaires (et pas tous) ont la possibilité de réinvestir à l'issue de l'offre au capital de la cible ou de l'initiateur, ce qui constitue factuellement une différence de traitement entre les actionnaires. L'expert s'interroge sur l'impact de cette option sur l'équité du prix d'offre.

Lorsque l'actionnaire a la faculté d'apporter, ou non, ses titres à l'offre, le Groupe de Travail considère que l'expert indépendant n'a pas vocation à émettre une recommandation sur l'opportunité d'apporter. Dès lors que la mission de l'expert vise l'appréciation du prix d'offre, il semble que son rapport soit davantage à destination des actionnaires susceptibles d'apporter leurs titres afin de les éclairer sur le fait que le prix proposé apparaît équitable dans le contexte.

Pour autant, selon le Groupe de Travail, cela n'empêche pas l'expert indépendant de présenter clairement dans son rapport, et le cas échéant dans sa conclusion, les conséquences majeures de chaque choix, dont les risques et avantages identifiés pour l'actionnaire qui n'apporterait pas ses titres à l'offre.

La comparaison des deux situations peut d'ailleurs constituer un des éléments d'appréciation du prix d'offre, selon le contexte.

Lorsque certains actionnaires ont la possibilité de réinvestir au capital de la cible ou de l'initiateur, le cas échéant au travers de la holding de reprise des titres de la cible, sans que cette possibilité soit offerte aux autres, l'expert indépendant analyse ces dispositions au titre des accords connexes, pour s'assurer qu'elles n'introduisent pas un traitement inéquitable. Il s'agira notamment de vérifier que les conditions de réinvestissement ne présentent pas un caractère manifestement avantageux par rapport au risque inhérent au réinvestissement, qui pourrait alors s'analyser comme un complément de prix sous la forme d'une réduction du prix de réinvestissement. Dans ce cas, l'expert indépendant appréciera non seulement le prix d'offre par rapport à la valeur fondamentale, mais il s'assurera également de sa cohérence avec la valeur incluant les synergies dont pourrait bénéficier l'actionnaire qui réinvestit.

La question posée est ici la mesure du rapport bénéfice attendu / risque lié au réinvestissement, qui suppose que l'expert indépendant dispose d'une information suffisante sur le projet de l'initiateur.

Le réinvestissement peut alors poser la question d'un éventuel partage des synergies attendues. Celui qui réinvestit pourra bénéficier des synergies, alors que celui qui apporte simplement ses titres à l'offre en sera privé. *A contrario*, celui qui réinvestit demeurera exposé au risque d'actionnaires, alors que celui qui apporte simplement ses titres à l'offre en sera immunisé en accédant à une liquidité immédiate, le cas échéant avec une prime intégrant potentiellement une partie des synergies attendues.

Dans tous les cas, les minoritaires interrogés partagent le constat que l'analyse des accords connexes est une étape essentielle. Il semble notamment clair que dans le cadre d'une offre facultative, les exigences des minoritaires ne seront pas les mêmes que dans une offre contraignant à apporter leurs titres, et qu'il n'est nul besoin de se situer en haut de fourchette d'évaluation pour apprécier le prix d'offre, dès lors qu'il n'existe pas d'accords connexes remettant en cause le traitement équitable des différentes catégories d'actionnaires.

### **3. SYNTHÈSE ET RECOMMANDATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL**

Concernant l'impact de l'offre sur la liquidité du titre, l'expert indépendant doit se montrer vigilant, dans le cas des offres de fermeture, sur l'appréciation du caractère équitable du prix d'offre compte tenu de l'assimilation qui pourrait être faite entre l'offre et un quasi-retrait obligatoire, dès lors que l'impact de l'offre sur la liquidité du titre devient très significatif. Cependant si le marché accepte l'offre, elle aura de fait un impact significatif sur la liquidité, mais pour autant le prix aura été validé par le marché.

Concernant les accords connexes, l'expert indépendant examinera la situation des actionnaires au regard notamment de ces accords, afin d'apprécier si leurs situations respectives peuvent être considérées comme globalement équilibrées, sans avantage manifeste pour ceux qui réinvestissent au détriment de ceux qui ne le pourraient pas.

## **V. CONSTRUCTION D'UNE GRILLE D'ANALYSE DES FACTEURS SUSCEPTIBLES D'AFPECTER LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX**

Lorsqu'un expert indépendant est mandaté pour se prononcer sur le caractère équitable d'un prix proposé à l'occasion d'une offre publique, il doit préalablement analyser le contexte de l'offre afin d'identifier les facteurs susceptibles d'affecter le caractère équitable du prix. Cela implique pour lui différents points d'attention qui sont schématisés en annexe du présent rapport.

### **1. VIGILANCE LIEE A L'INITIATEUR DE L'OFFRE**

La première étape de l'analyse de l'expert doit selon nous consister à identifier la nature de l'initiateur de l'offre. En principe, une offre émanant d'un tiers présente moins de risque quant à l'équité que celle provenant d'un actionnaire historique de la société cible :

- l'offre émanant d'un tiers tient compte de la situation du marché qui résulte de la confrontation entre une offre et une demande. En l'absence d'accords connexes, le prix proposé doit conduire à la fixation d'un prix qui reflète un équilibre économique susceptible de préserver les intérêts patrimoniaux des parties ;
- si l'initiateur de l'offre est un actionnaire historique et minoritaire, l'expert peut également supposer que l'offre respecte les intérêts patrimoniaux des autres actionnaires importants de la société, et ce d'autant plus qu'ils s'engagent à céder leur participation ;
- si l'initiateur de l'offre est l'actionnaire majoritaire, contrôlant, ou dominant face à un actionnariat atomisé, le risque d'atteinte à l'équité est accru dans la mesure où, d'une part, il ne fait pas face à un réel contre-pouvoir et, d'autre part, il dispose d'une information privilégiée sur l'état de la société et ses opportunités de développement.

Dans les cas d'offre où l'initiateur est un actionnaire historique, l'expert devra donc analyser de manière approfondie la typologie de l'actionnariat et l'engagement, ou non, d'apport des titres de la part d'autres actionnaires significatifs.

### **2. VIGILANCE LIEE AU CARACTERE DE L'OFFRE**

*A priori*, une offre présentant un caractère hostile ne requiert pas l'intervention d'un expert indépendant. En l'absence de conflit d'intérêts entre l'initiateur et les actionnaires historiques, le législateur a supposé que les lois du marché opéreraient de manière satisfaisante.

Toutefois, un expert indépendant peut être désigné par la cible sur une base volontaire (art. 261-3 du RG-AMF). Dans ce cadre, ce dernier doit être vigilant au regard d'éventuels biais de surévaluation de la part des dirigeants et actionnaires de la cible qui seraient opposés à l'offre et qui bénéficient, de par leur position, d'une information de première main sur la société cible.

En synthèse, la vigilance de l'expert indépendant au regard du prix proposé doit être particulièrement élevée dans le cas des offres de fermeture.

### 3. VIGILANCE LIEE AU PROCESSUS ABOUTISSANT A L'OFFRE

Les deux principaux éléments à examiner sont l'existence d'un processus compétitif *via* un mécanisme d'enchères et l'acquisition préalable d'un bloc.

La mise en œuvre d'un mécanisme d'enchères : l'expert indépendant vérifiera que celui-ci a été mené dans des conditions de concurrence normale : nombre d'investisseurs consultés, nombre de réponses à cette consultation, raison(s) de l'interruption éventuelle de la participation au processus, analyse des lettres d'intention, comparaison des offres finales. Si les conditions de ce mécanisme sont satisfaisantes, le prix proposé est *a priori* maximisé au regard des conditions de marché existant à la date de l'opération.

L'acquisition préalable d'un bloc : avec ou sans processus d'enchères préalable, l'acquisition d'un bloc constitue une référence de valeur pour l'expert indépendant, en particulier si elle émane d'un tiers, dans la mesure où le prix du bloc reflète un équilibre entre une offre et une demande. Dans ce contexte, l'expert indépendant analysera bien entendu la taille du bloc afin de mesurer son caractère significatif, mais également la ou les raisons particulières, si elles existent, de la cession de bloc de la part de l'actionnaire historique. En effet, ce dernier peut accepter un prix inférieur au prix de marché pour des raisons qui lui sont propres (ex. : liquidation d'un fonds parvenu à son terme et qui aurait réalisé son TRI, ou cession d'une participation non stratégique permettant le développement d'autres activités).

### 4. VIGILANCE LIEE AUX OPERATIONS ULTERIEURES A L'OFFRE

Le risque relevé ici est plus classique puisqu'il s'agit de l'analyse des conflits d'intérêts liés à l'offre visés par la Recommandation AMF au paragraphe 5 (p. 6.6). Ils concernent plus particulièrement les accords conclus entre l'initiateur et les dirigeants et actionnaires historiques de la société cible, susceptibles de déboucher sur un éventuel complément de prix pouvant prendre la forme, par exemple :

- de protocoles de réinvestissement, dont l'expert indépendant doit s'assurer qu'ils sont réalisés par transparence avec le prix de l'offre et qu'ils ne comportent pas de mécanisme garantissant un prix de sortie ;
- de *management packages* dont l'expert vérifiera qu'ils ne sont pas anormaux et intègrent un aléa ;
- d'augmentation de salaires ou de versement de primes.

## **SYNTHESE GENERALE ET RECOMMANDATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL**

**1-** Le Groupe de Travail a soulevé beaucoup de questions et tenté d'apporter un éclairage car la problématique du prix équitable est autant une affaire d'ordre économique que juridique, et dans ce dernier domaine le Groupe de Travail ne peut pas nécessairement avoir un avis tranché.

En effet, comme l'indique Daniel Ohl<sup>36</sup>, « *l'attestation d'équité, par laquelle se conclut l'expertise indépendante, est corrélée à cette dernière ; elle constitue une opinion par laquelle un expert extérieur à la société visée indique qu'il peut être de l'intérêt des actionnaires de répondre favorablement à l'offre publique parce qu'elle lui semble leur assurer un traitement équitable, ou tout du moins correct* ».

On voit bien ainsi que le terme « équité » déborde la seule notion de valeur et celui de l'analyse strictement économique, et qu'il soulève la question de l'étendue des diligences de l'expert pour s'assurer de l'absence d'incidence des éventuels conflits d'intérêt sur le prix proposé.

L'AMF définit dans son règlement général (article 261-1), de façon non limitative, des situations où l'offre est susceptible de générer des conflits d'intérêt de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du conseil.

**2-** Dans ce contexte, l'expert indépendant doit s'assurer que le prix proposé satisfait non seulement aux critères réglementaires relatifs à son positionnement par rapport aux prix payés par l'initiateur dans les 12 derniers mois ou bien, dans le cas des offres de fermeture, à la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes durant les 60 derniers jours de bourse, mais en plus que ce prix proposé est cohérent avec le résultat de l'analyse multicritère qu'il aura lui-même mise en œuvre.

En outre, il doit vérifier que le prix proposé n'est pas affecté par la situation objective de l'initiateur qui peut être déjà en situation de contrôle de la société visée par l'offre, ou par celle des dirigeants de la société visée dont l'indépendance pourrait être affectée par un accord conclu avec l'initiateur.

On voit ainsi que l'expert peut (i) indiquer ce qu'est une valeur vénale ou un prix de marché, dès lors que le marché existe et fonctionne normalement, (ii) rechercher le prix le plus élevé payé par l'initiateur pour acheter des titres durant une période donnée et, si l'initiateur a fait état de synergies, (iii) analyser si le prix d'offre prend en compte une partie des synergies attendues par l'initiateur.

En revanche, l'expert ne peut pas se prononcer sur ce qu'est un prix équitable si le droit ne définit pas en amont ce qu'est l'équité (en plus des critères réglementaires précités *stricto sensu*).

---

<sup>36</sup> Cf. : Droit des Sociétés Cotées, 2008 § 510.

C'est pourquoi le Groupe de Travail s'est attaché à formuler des recommandations à l'attention des experts indépendants en soulevant les questions utiles à une réflexion et une conclusion sur le caractère équitable des conditions financières d'une offre, et plus particulièrement de son prix :

- Il a tout d'abord considéré qu'il fallait déterminer la valeur fondamentale de la société en se rattachant à la réglementation en vigueur pour l'établir. Sans s'y référer spécifiquement, la Recommandation AMF relative à l'expertise indépendante pose un cadre méthodologique analogue à celui usuellement retenu par les évaluateurs professionnels pour estimer la valeur fondamentale d'une société, même en dehors des offres soumises au visa du régulateur, qui vise à établir une vision objective de la valeur d'un actif, indépendamment des éléments contextuels susceptibles de l'affecter. La Recommandation AMF ne fournit toutefois aucune indication concernant les éléments d'analyses complémentaires qui doivent être considérés par l'expert avant d'établir sa conclusion.
- Il a ensuite considéré que cette valeur fondamentale devait être resituée dans le contexte de l'offre, ce qui doit conduire l'expert indépendant à analyser :
  - le contexte de l'opération et son influence, au regard de l'ensemble des considérations à prendre en compte dans l'appréciation de l'équité du prix. En particulier, dans le cadre d'une offre d'achat, l'intention exprimée par l'initiateur de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre d'achat doit être précisée dans le rapport de l'expert indépendant ;
  - la prime de contrôle éventuellement proposée par l'initiateur au regard notamment des synergies attendues et présentées. Ainsi, dans le cadre d'une analyse des transactions comparables, l'expert indépendant doit prendre en compte, dans son appréciation globale du prix d'offre, l'existence des primes de contrôle éventuellement payées dans les transactions comparables.

En conséquence, le Groupe de Travail préconise que le rapport de l'expert indépendant expose les critères d'appréciation qu'il a retenus pour définir le « prix équitable » compte tenu du contexte de l'offre.

### 3- Le Groupe de Travail propose par ailleurs des lignes directrices pour l'équité :

- Le Groupe de Travail considère que l'expert doit prendre en compte les conditions de marché auxquelles les actionnaires minoritaires sont soumis. En particulier, une offre facultative conduisant à une réduction significative de la liquidité pour l'actionnaire doit conduire l'expert indépendant à être vigilant sur le prix d'offre, compte tenu de la possible assimilation entre l'offre et un quasi-retrait obligatoire.
- Dans la prise en compte du contexte de l'offre pour l'appréciation du prix d'offre, l'expert indépendant doit également veiller à pouvoir expliquer la différence entre ce prix et le résultat de l'analyse multicritère qu'il a retenue. À ce titre, la contextualisation de l'équité au regard de la nature de l'offre pourrait être davantage mise en avant par le régulateur dans le corpus réglementaire.

- De même, la prise en compte des éventuelles synergies dégagées par l'offre soulève de nombreuses questions liées à la fois aux difficultés pratiques tenant à :
  - leur documentation de la part de l'initiateur et *de facto* de leur connaissance de la part de l'expert,
  - et également à l'absence de réglementation quant à leur prise en compte -ou non- dans le prix d'offre, la Recommandation AMF se limitant à demander à l'expert d'indiquer comment il les a prises en compte lorsque leur impact pourrait justifier un accroissement du prix par rapport à la valeur fondamentale « *stand alone* ».

**4-** Le Groupe de Travail a été amené à préciser à plusieurs reprises que la question du prix équitable ne se posait pas de la même manière dans le cadre d'une opération facultative pour l'actionnaire minoritaire en dehors de tout RO à l'issue de l'offre et dans celui d'une offre obligatoire aboutissant à un RO qui implique de se poser la question d'une perte d'opportunité de rester actionnaire pour l'actionnaire minoritaire. C'est la raison pour laquelle, même si la réglementation ne reconnaît pas de prime d'éviction ou d'indemnisation en cas de retrait obligatoire (RO), le Groupe de Travail considère que l'expert indépendant doit faire preuve d'une vigilance accrue et expliquer pourquoi le prix proposé ne correspond pas, le cas échéant, au prix le plus élevé ressortant de l'application des méthodes d'évaluation.

**5-** Le Groupe de Travail s'est également interrogé sur la distinction entre la notion d'équité et celle d'égalité de traitement des actionnaires pour conclure que le caractère identique pour tous les actionnaires du prix proposé permet d'assurer la protection des petits porteurs et constitue une condition nécessaire d'un prix équitable car elle permet de leur faire bénéficier de la capacité de négociation d'actionnaires plus influents en imposant à l'initiateur de payer un prix au moins égal au prix le plus élevé payé durant les 12 derniers mois.

Afin de s'assurer du respect de cette condition nécessaire que constitue l'égalité de traitement à travers un prix identique pour tous les actionnaires, il faut également vérifier si des dispositions de l'opération, autres que le prix, n'ont pas favorisé certaines catégories d'actionnaires au détriment des autres, à l'exception des accords connexes dont on s'assure par ailleurs qu'ils ne remettent pas en cause le caractère équitable.

A cet égard le Groupe de Travail recommande un examen minutieux de la situation des différentes catégories d'actionnaires pour apprécier si leurs situations respectives peuvent être considérées comme globalement équilibrées, notamment lorsque certaines catégories d'actionnaires ont la possibilité de réinvestir au capital de la cible ou de l'initiateur, le cas échéant au travers de la holding de reprise des titres de la cible.

A cet égard, la norme 104 de l'IVS considère que le prix équitable doit prendre en compte les intérêts respectifs de l'initiateur et des actionnaires minoritaires.

Compte tenu de l'ensemble des points d'attention évoqués dans le présent rapport, le Groupe de Travail propose une grille d'analyse des facteurs susceptibles d'affecter le caractère équitable du prix en distinguant différents points de vigilance, à la fois par rapport à l'initiateur, au caractère et au processus de l'offre et aux opérations ultérieures à l'offre.

**6-** Pour synthétiser, le Groupe de Travail formule les recommandations suivantes, qui sont d'ailleurs en pratique déjà souvent observées dans la plupart des expertises indépendantes effectuées dans le cadre de la réglementation en vigueur :

- L'estimation de la valeur fondamentale de la société dont les titres sont visés par une offre publique par application de l'approche multicritère énoncée par la Recommandation AMF est une étape nécessaire mais non suffisante de l'expertise.
- En l'absence de définition normalisée, l'expert indépendant précise, dans son rapport, la notion de valeur fondamentale retenue.
- L'expert indépendant s'assure que les valeurs issues des différentes méthodes qu'il a mises en œuvre au travers de son approche d'évaluation multicritère conduisent à des résultats cohérents.
- L'expert indépendant précise dans son rapport les éléments de contexte considérés en sus de son analyse de la valeur fondamentale, qu'il analyse de manière qualitative, et indique dans quelle mesure ils influencent son appréciation du caractère équitable du prix proposé.
- Le Groupe de Travail émet le souhait que le régulateur précise davantage la nécessité de contextualiser, au regard du type d'offre, l'appréciation de l'équité du prix d'offre. En particulier, concernant les offres autres que le retrait obligatoire, pour lesquelles les actionnaires ont le choix d'apporter leurs titres ou non, le caractère équitable du prix d'offre peut être appréhendé de différentes manières, et l'équité entendue au sens d'un partage des avantages retirés de l'opération par l'initiateur peut s'avérer, dans la pratique, difficile à déterminer. Dans ce cadre et en l'absence d'une définition précise du prix équitable, il revient à l'expert indépendant de préciser en quoi le prix proposé est ou non équitable.

Pour le régulateur, en l'absence de RO, le prix est équitable si tout d'abord il est au moins égal au prix le plus élevé payé, le cas échéant, dans les 12 derniers mois, ensuite si les accords connexes ne sont pas susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix [ou la parité] de l'offre et enfin si le prix se situe dans les fourchettes de l'évaluation multicritère.

Pour le Groupe de Travail, il convient d'ajouter à ces considérations l'analyse de la cohérence du prix d'offre par rapport aux intérêts des différentes catégories d'actionnaires, car l'intérêt de l'expertise indépendante va au-delà de la simple conclusion sur le caractère équitable du prix : le rapport de l'expert doit apporter à l'ensemble des actionnaires une analyse de la société et de sa valeur et ainsi expliciter les hypothèses qui sous-tendent le prix d'offre pour le mettre en perspective avec la valeur de la société. Il doit leur permettre de prendre leur décision de façon éclairée lorsqu'ils peuvent arbitrer entre apporter ou non leurs titres à l'offre, ou dans le cas d'un retrait obligatoire, d'être suffisamment informés sur l'équité des conditions qui leur sont imposées.

## **ANNEXE**

### **ANALYSE DES POINTS D'ATTENTION**

