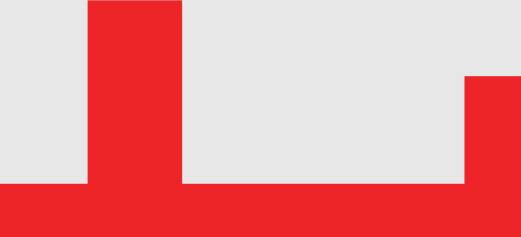





ANALYSE DES OFFRES PUBLIQUES 2019

7^{ÈME} ÉDITION



- 
- I. PRÉAMBULE
 - II. SYNTHÈSE ET CHIFFRES CLÉS
 - III. PANORAMA DES OPÉRATIONS
 - IV. PRIMES OFFERTES
 - V. PARAMÈTRES FINANCIERS
 - VI. ACCORDS CONNEXES
 - VII. INTERVENTION DE L'EXPERT INDÉPENDANT
 - VIII. LOI PACTE ET PROPOSITIONS DE L'AMF
 - IX. ANNEXES
 - X. DISCLAIMER, CONTACTS ET LIENS UTILES
- 



I. PRÉAMBULE

Contexte



Ledouble a réalisé pour la septième année consécutive son étude des offres publiques sur le marché français, et a le plaisir de la présenter ci-après au titre de **2019**.

Cette étude vise à :

- analyser les pratiques de marché, notamment en termes de primes proposées aux actionnaires, et à les replacer dans le contexte boursier de la période étudiée ;
- mettre en avant les méthodes d'évaluation et les paramètres sous-jacents dont, d'une part, le rendement de marché tel qu'appréhendé par Ledouble et, d'autre part, les taux d'actualisation et de croissance utilisés par les experts indépendants et les établissements présentateurs intervenant dans ces opérations ;
- approfondir l'examen de la structuration des offres publiques, au regard de la présence éventuelle d'accords et d'opérations dits « connexes », en examinant les contours, la typologie et les tendances ;
- commenter les évolutions réglementaires en matière d'offres publiques et d'expertise indépendante.

Les informations exploitées au titre de 2019 sont celles mises à la disposition du public par l'AMF sur son site d'informations en ligne ; nous nous référons pour l'historique à des études antérieures.

Des liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique de ce document.



Stéphanie Guillaumin
Associée



Olivier Cretté
Associé

Glossaire



>	AMAFI	Association Française des Marchés Financiers	>	MEDAF	Modèle d'Équilibre des Actifs Financiers
>	AMF	Autorité des Marchés Financiers	>	OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Économiques
>	ANR	Actif Net Réévalué	>	OPA	Offre Publique d'Achat
>	APEI	Association Professionnelle des Experts Indépendants	>	OPAS	Offre Publique d'Achat Simplifiée
>	BCE	Bon de Créateur d'Entreprise	>	OPE	Offre Publique d'Échange
>	BSA	Bon de Souscription d'Action	>	OPES	Offre Publique d'Échange Simplifiée
>	BSAR	Bon de Souscription d'Action Remboursable	>	OPR	Offre Publique de Retrait
>	BSPCE	Bon de Souscription de Parts de Créateur d'Entreprise	>	OPRA	Offre Publique de Rachat d'Actions
>	CAC All Tradable	ex SBF 250	>	OPR-RO	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
>	CE	Commission Européenne	>	ORA	Obligation Remboursable en Actions
>	CMPC	Coût Moyen Pondéré du Capital	>	ORANE	Obligation à option de Remboursement en Actions ou en Numéraire
>	CoC	<i>Cost of Capital</i> (coût du capital)	>	PEE	Plan d'Épargne d'Entreprise
>	DCF	<i>Discounted Cash Flow</i> (actualisation des flux prévisionnels de trésorerie)	>	RO	Retrait Obligatoire
>	FMI	Fonds Monétaire International	>	RSU	<i>Restricted Stock Units</i>
>	HCJP	Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris	>	TRI	Taux de Rendement Interne
			>	WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> (CMPC)



II. SYNTHÈSE ET CHIFFRES CLÉS

Synthèse



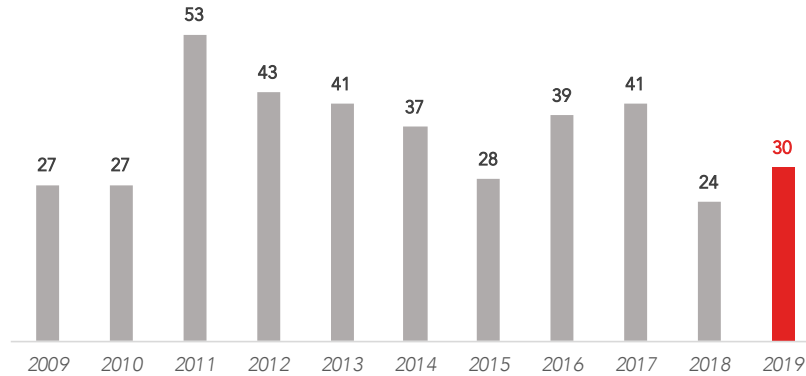
- Le périmètre de la présente étude porte sur les opérations relevant de l'article [261-1](#) du règlement général de l'AMF ayant obtenu le visa de l'AMF en 2019.
- Après un niveau historiquement bas en 2018, la **reprise du nombre d'offres** publiques observée en 2019 s'accompagne **d'une progression des primes par rapport au cours de bourse** mais, comme en 2018, dans **un contexte de faible niveau de capital visé** :
 - **30 opérations ont été visées par l'AMF en 2019 (dont 1 opération réitérative¹), soit une progression d'un quart** par rapport au niveau constaté en 2018 (24 opérations) ; à titre indicatif, malgré cette reprise, le **nombre d'opérations recensées en 2019 se situe en deçà de la moyenne observée sur les dernières années** ;
 - en majorité, les opérations revêtent un **caractère économique**, avec une dominante OPAS, et ont été **initiées par des investisseurs industriels (60%)** ; la part des investisseurs financiers s'est toutefois accrue par rapport à 2018 (40% en 2019 *versus* 17% en 2018) ;
 - 80% des opérations (24 opérations) ont été initiées par un actionnaire détenant déjà la majorité du capital des sociétés cibles ;
 - il s'agit, comme en 2018, d'offres « amicales », intervenues essentiellement dans le secteur non financier.
- **Le niveau de prime moyen sur les cours de bourse spot** (*i.e.* à l'annonce de l'opération) et **3 mois** s'établit respectivement à **26%** et à **27%** en 2019 ; le niveau de prime moyen sur les cours de bourse **3 mois** est :
 - en progression sensible par rapport à celui constaté en 2018 ; il a rejoint les niveaux observés en 2017 ;
 - supérieur sur les opérations à caractère économique (OPA, OPAS), entre 31% et 34%, par rapport aux opérations à caractère technique (OPR-RO, OPRA), entre 9% et 26% ;
 - plus élevé sur les opérations initiées par des **industriels** (28%) en comparaison de celui observé sur les opérations initiées par des **financiers** (24%).
- En part relative par rapport au nombre d'offres publiques, **le nombre d'opérations comportant des accords connexes diminue** (50% en 2019 *versus* 67% en 2018).

¹ Terreïs, ayant fait l'objet en 2019 d'une seconde offre en vue d'un retrait obligatoire.
Pour mémoire, Euler Hermes et Aufeminin avaient également été visés par deux offres successives en 2018.

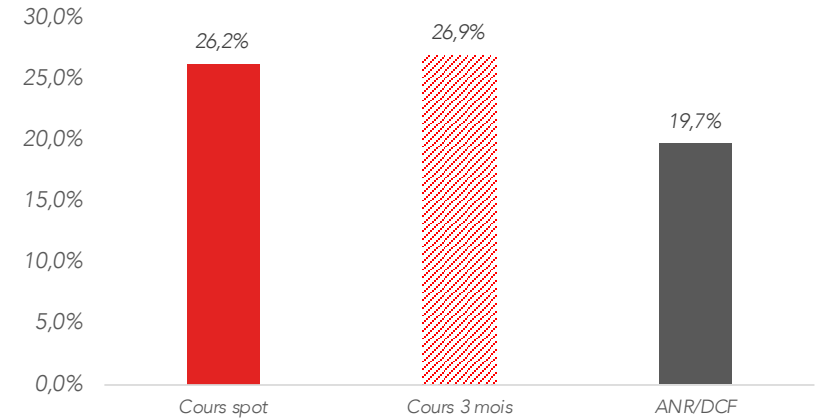
Chiffres clés 2019



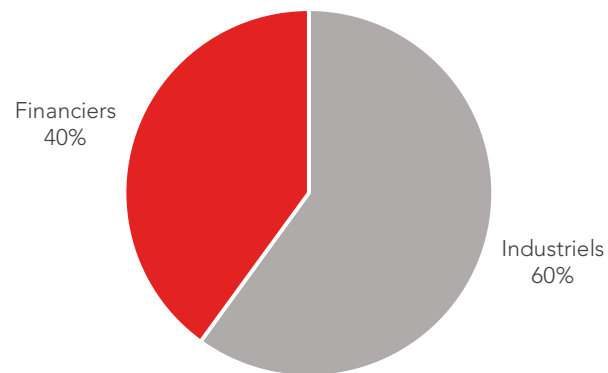
30 offres publiques en 2019



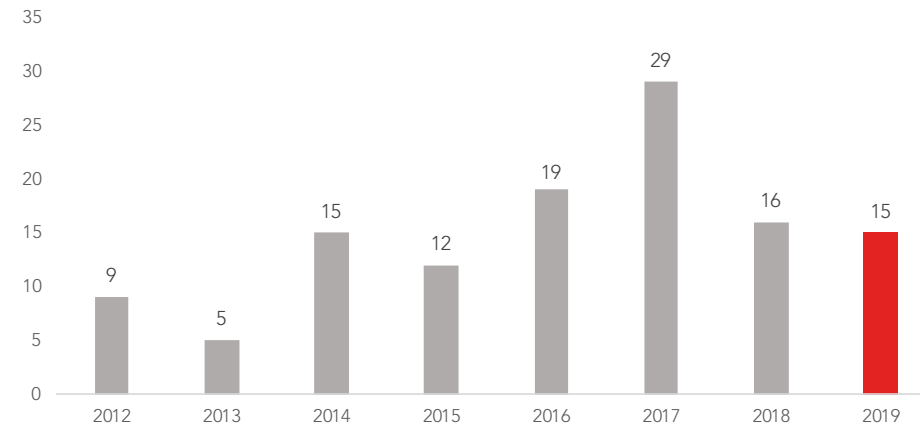
27% de prime par rapport au cours 3 mois en 2019



Un rééquilibrage entre initiateurs financiers et industriels



Nombre d'offres incluant des accords connexes





III. PANORAMA DES OPÉRATIONS

Une reprise du nombre d'offres à un niveau restant bas

En 2019, 30 offres publiques ont obtenu le visa de l'AMF :

- > l'OPA par Tikehau Capital sur les titres **Selectirente** et l'OPR par Crédit Foncier sur les titres **Locindus** déposées en décembre 2018 ont été visées en janvier 2019 ;
- > **Terreïs** a fait l'objet d'une OPR suivie d'un RO (septembre 2019) suite à une OPRA (juin 2019).

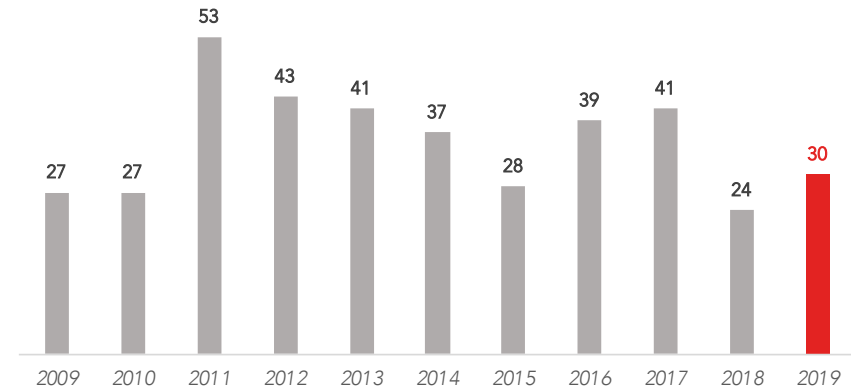
Ce volume relativement faible marque toutefois une reprise par rapport à 2018 (24 opérations) et se situe légèrement au-dessus des niveaux observés dans la mouvance de la dernière crise financière (27 opérations en 2009 et 2010).

Les sociétés visées par les offres publiques en 2019 affichent une valorisation globale de **16 Md€** ; seules deux sociétés affichent une valorisation d'au moins 1 Md€.

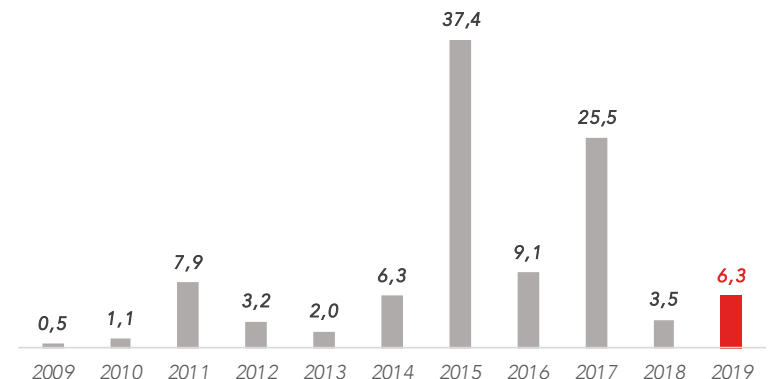
Sur les 30 offres publiques recensées en 2019 :

- > le montant du capital visé s'établit à **6,3 Md€** ;
- > plus de 70% de ce montant sont portés par les deux opérations Altran Technologies (OPA initiée par Capgemini) et Iliad (OPRA).

30 offres publiques en 2019



6,3 Md€ de capital visé en 2019



Des offres initiées par l'actionnaire de référence et des industriels



Plus de 80% des opérations en 2019 (24 opérations sur 30 au total), versus plus de 90% en 2018 (22 opérations sur 24 au total), ont été initiées par un actionnaire détenant déjà la majorité du capital de la société cible, étant rappelé que les seuils de déclenchement des offres, régis par le règlement général de l'AMF, peuvent influencer sur la nature et la qualification de l'opération. Il s'agit en l'occurrence d'offres « amicales ».

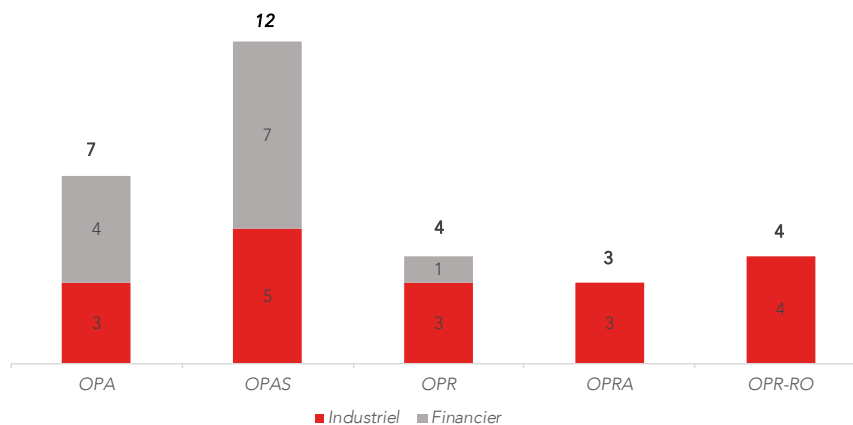
40% des opérations ont permis le renforcement d'une participation (12 OPAS en 2019 versus 11 OPAS en 2018) ; et

37% des opérations (11 sur 30 au total) ont été réalisées pour des raisons « techniques », liées à un retrait de cote ou à un rachat d'actions :

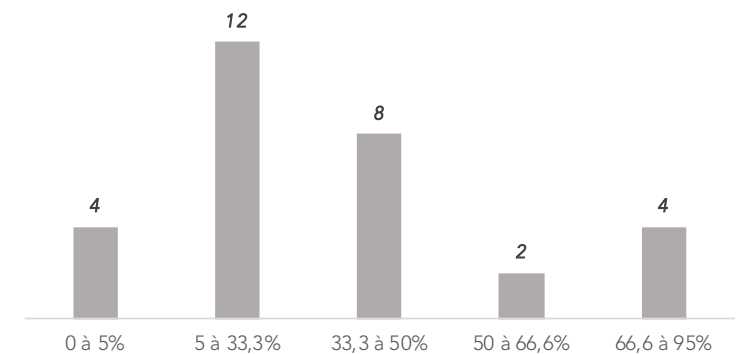
- **8 opérations** (Afone Participations, Futuren, Guy Degrenne, Locindus, Officiis Properties, Quotium Technologies, Société Internationale de Plantations Heveas et Terreis) **avaient pour objectif le retrait de cote** (OPR, OPR-RO²).
- **3 opérations** (Aurea, Iliad et Terreis) **ont concerné des rachats d'actions** visant à redistribuer une partie de la trésorerie aux actionnaires (OPRA).

Les opérations initiées par des investisseurs financiers se sont renforcées en part relative sur l'ensemble des offres (12 opérations sur 30 au total en 2019 versus 4 opérations sur 24 au total en 2018).

Nombre d'offres publiques par nature et type d'initiateurs



Nombre d'offres publiques en fonction du % visé



² La classification en OPR-RO est acquise dès lors que l'initiateur de l'offre détient plus de 90% du capital et des droits de vote de la cible ; ce seuil a été abaissé de 95% à 90% par la loi Pacte promulguée en mai 2019.

Des offres visant surtout le secteur non financier



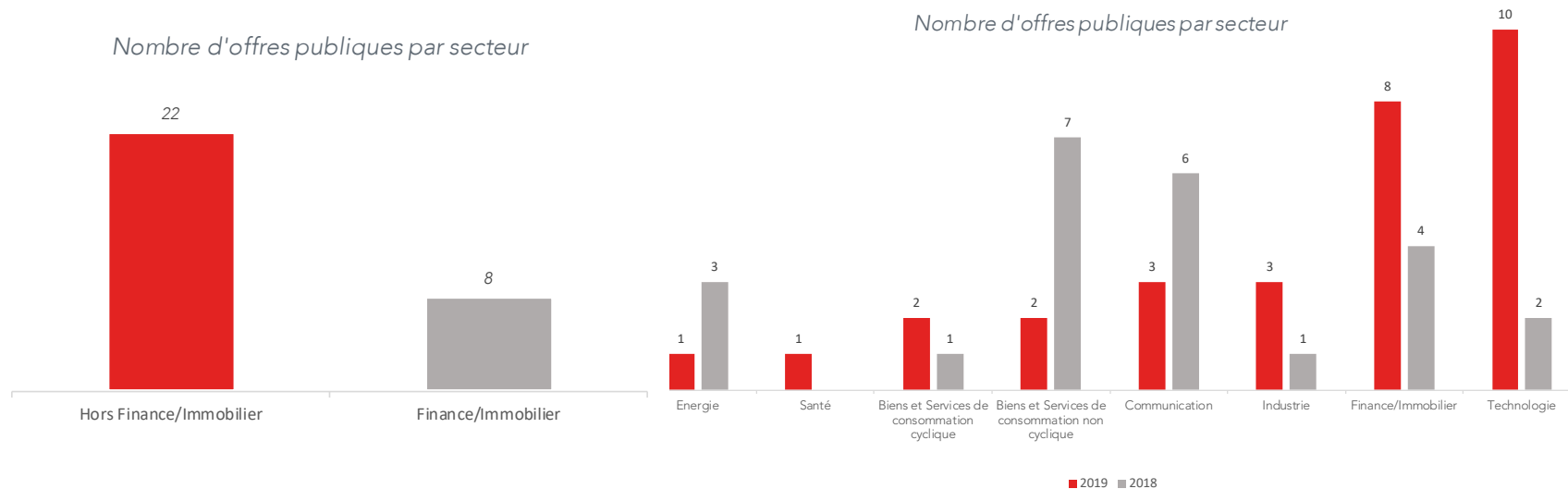
Avec 22 opérations sur un total de 30, les offres intervenues dans les secteurs hors Finance/Immobilier prédominent en 2019.

En 2019, les offres catégorisées par secteur (hors secteur Finance/Immobilier) selon une typologie sectorielle courante (*Bloomberg*) ont concerné :

- > pour une grande partie des sociétés opérant dans la **Technologie** (10 opérations) ; et
- > dans une moindre mesure, dans l'ordre décroissant du nombre d'offres, les secteurs **Industrie** (3 opérations), **Communication** (3 opérations), **Biens et services de consommation non cyclique** (2 opérations), **Biens et services de consommation cyclique** (2 opérations), **Santé** (1 opération) et **Énergie** (1 opération) ;

8 opérations visées sont intervenues dans le secteur Finance/Immobilier :

- > 4 opérations ont concerné l'**Immobilier** (Officiis Properties, Selectirente, Terreis³) ;
- > avec un équilibre dans le secteur Finance/Immobilier entre les initiateurs financiers et industriels.





IV. PRIMES OFFERTES

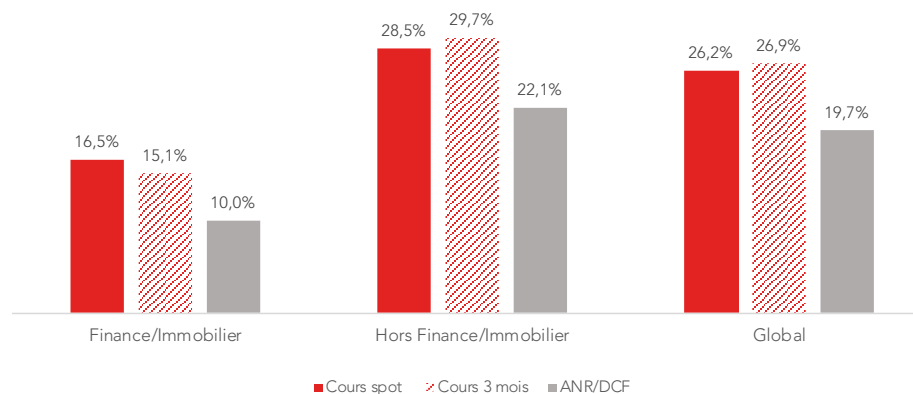
Un retour des primes sur les cours de bourse

Dans un contexte boursier de nouveau favorable (+25% du CAC All Tradable en 2019 versus -12% en 2018), les offres publiques visées par l'AMF en 2019 font ressortir des **primes moyennes⁴ en hausse par rapport à 2018** hors extrêmes (Officiis Properties) et cas particuliers⁵ (Aurea, SOBOA, Terreis) pour les cours de bourse et hors extrêmes pour les valeurs intrinsèques (Financière Marjos, Officiis Properties, SOBOA) :

- + **26%** par rapport au dernier cours de bourse (versus + 18% en 2018 et +23% en 2017) ;
- + **27%** par rapport au cours de bourse 3 mois (versus + 20% en 2018 et +26% en 2017) ;
- + **20%** par rapport à la valeur intrinsèque (DCF/ANR) à dire d'expert indépendant (versus +14% en 2018 et +18% en 2017).

Globalement, les **primes extériorisées sur les cours de bourse** (spot et 3 mois), bien qu'en progression par rapport à 2018, ressortent à des **niveaux inférieurs à ceux qui ont pu être constatés historiquement** ; elles sont **supérieures à celles issues des valorisations intrinsèques** (DCF pour les sociétés commerciales et ANR pour les sociétés financières⁶). Ce constat illustre le décalage entre les cours de bourse des sociétés visées par rapport à leur valeur intrinsèque (problématique d'efficience des marchés et d'accès de l'actionnaire minoritaire à l'information financière de première source, notamment au plan d'affaires) et au vu de la décote d'ANR affectée à certaines entités en raison de leur activité (holding, gestion d'actifs,...).

Primes offertes par secteur en 2019



⁴ En regard des primes moyennes, les primes médianes s'établissent à 25% (cours spot), 25% (cours 3 mois) et 13% (ANR/DCF).

⁵ Cas de figure pour lesquels la méthode n'a pas été retenue par l'expert indépendant.

⁶ Cette méthode peut être également appliquée à des entités commerciales pour la revalorisation d'actifs incorporels ou financiers.

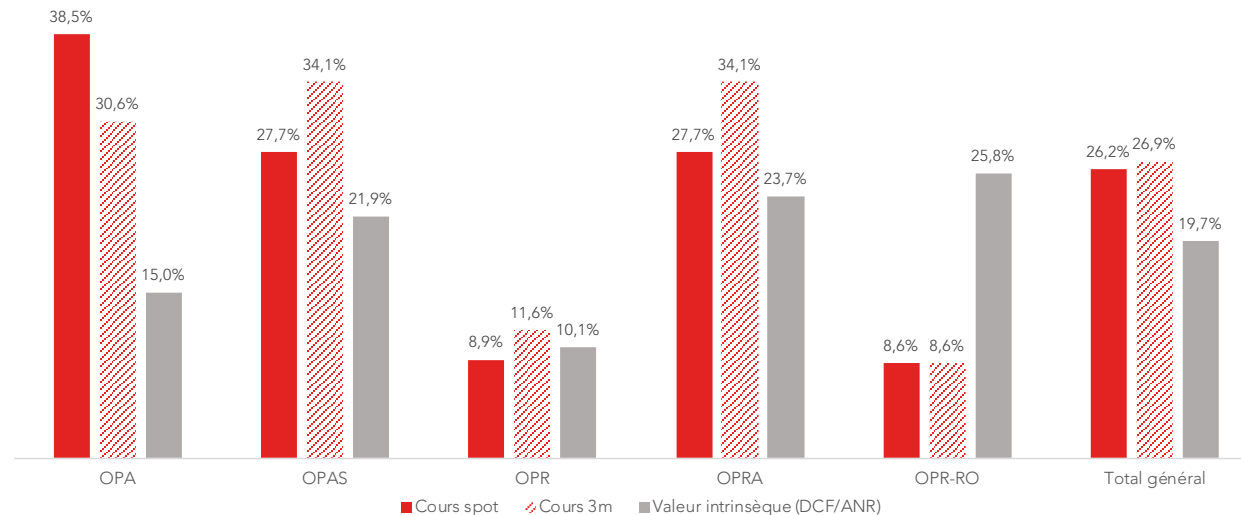
Des primes représentatives par type d'opérations



Les niveaux de primes sur le cours de bourse et la valorisation intrinsèque reflètent les caractéristiques des opérations :

- > prime de prise de contrôle ou de renforcement du contrôle dans le cas des OPA et OPAS (offres à caractère économique) de l'ordre de respectivement de 31% et 34% sur le cours de bourse 3 mois ;
- > caractère indemnitaire des primes offertes sur les OPR-RO : le niveau moyen de prime de près de 26% sur la valeur intrinsèque apparaît nettement supérieur à celui observé sur les cours de bourse 3 mois (9%) ;
- > le volume restreint d'OPRA (3 opérations) associé à un nombre relativement limité de critères d'évaluation, en termes notamment de valeur boursière, rend difficile pour 2019 l'appréciation de la moyenne des primes observées sur ce type d'opérations.

Prime par nature d'opération



Un complément de prime offert par les investisseurs industriels

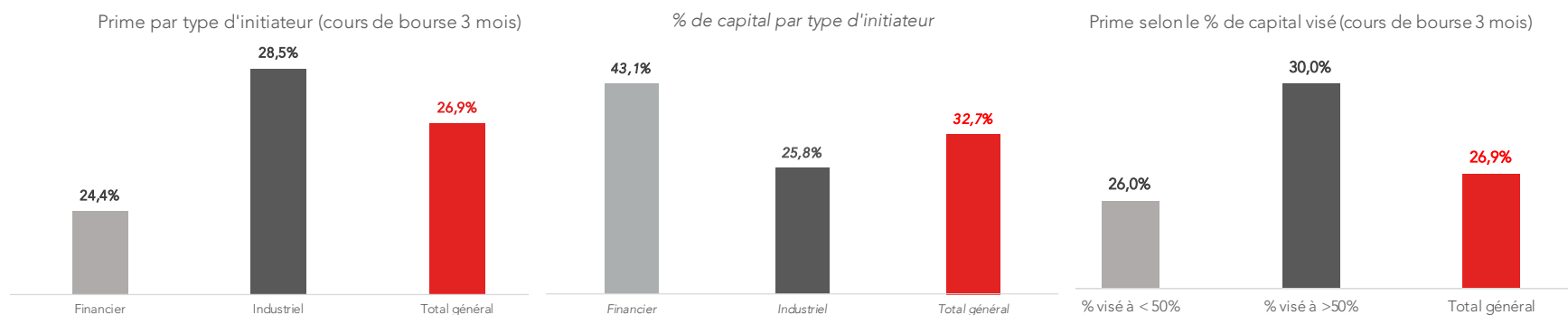


Le constat général des offres visées par l'AMF en 2019, comme au titre des années précédentes, réside dans le complément de prime offert par les investisseurs **industriels** (28%) comparativement aux investisseurs **financiers** (24%) par référence au cours de bourse 3 mois.

Ce surplus de prime peut s'expliquer par la prise en compte de synergies économiques attendues par les investisseurs industriels, que les investisseurs financiers ne recherchent pas nécessairement.

Contrairement aux années précédentes, le capital visé est inférieur pour les investisseurs industriels comparativement aux investisseurs financiers en 2019 (26% *versus* 43%) ; en comparaison des investisseurs industriels, les investisseurs financiers ont initié cette année davantage d'opérations visant plus de 50% du capital.

Les opérations portant sur plus de 50% du capital des sociétés cibles extériorisent en moyenne une prime de l'ordre de **30%** en 2019 (*versus* une prime moyenne globale de 27%), en léger retrait par rapport à la prime de l'ordre de **34%** observée en 2018 (*versus* une prime moyenne globale de 20%).





V. PARAMÈTRES FINANCIERS

Rendement de marché

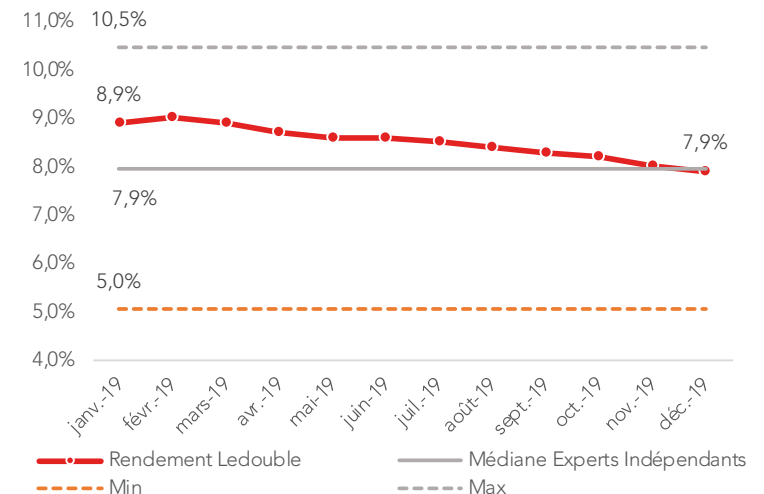
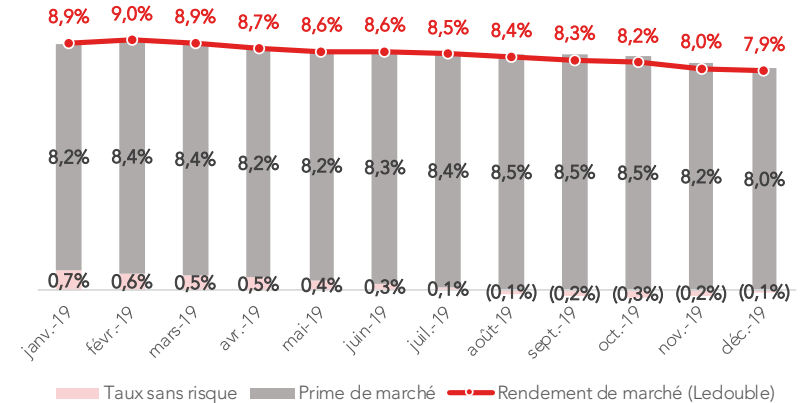


Par référence aux modèles développés par Ledouble, l'année 2019 se caractérise par **une tendance baissière du rendement de marché français (7,9% en décembre 2019 versus 8,9% en janvier 2019)** résultant de la combinaison des taux traditionnellement retenus pour estimer le « taux sans risque » et des primes de marché déterminées mensuellement.

Cette tendance est à relier à la baisse continue des taux d'intérêt dont les niveaux de fin d'année affichaient des valeurs négatives.

À l'examen de leurs rapports, les experts indépendants ont retenu en 2019 des taux de rendement de marché compris **entre 5,0% et 10,5%** avec un taux médian égal à **7,9%**, globalement équivalent à celui constaté ces dernières années, étant mentionné que :

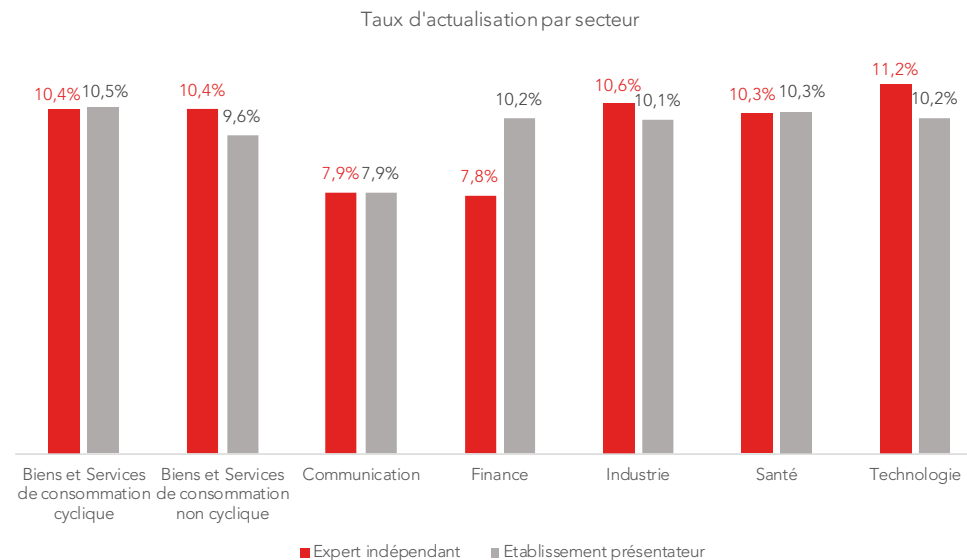
- > l'utilisation de moyennes historiques par certains experts tend à atténuer les effets conjoncturels ;
- > des biais méthodologiques sont possibles entre les différentes approches d'évaluation.



Taux d'actualisation



Dans l'appréciation de la valorisation de la société cible pour le compte des actionnaires minoritaires, les experts indépendants n'appliquent pas systématiquement en valorisation intrinsèque (DCF) des taux d'actualisation inférieurs à ceux des établissements présentateurs.



Dans certaines opérations, l'expert indépendant se démarque méthodologiquement de l'établissement présentateur :

- > par le calcul d'un taux d'actualisation en fonction du coût du capital (CoC), par application du MEDAF (rentabilité attendue de l'actif économique au regard du risque y afférent (beta)) ;
- > l'établissement présentateur ayant recours au coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC) tenant compte de la structure de financement de la société cible.

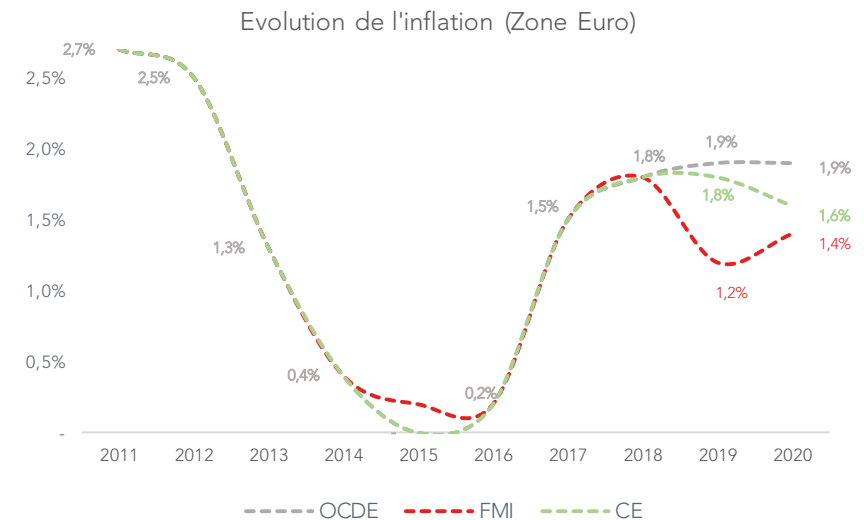
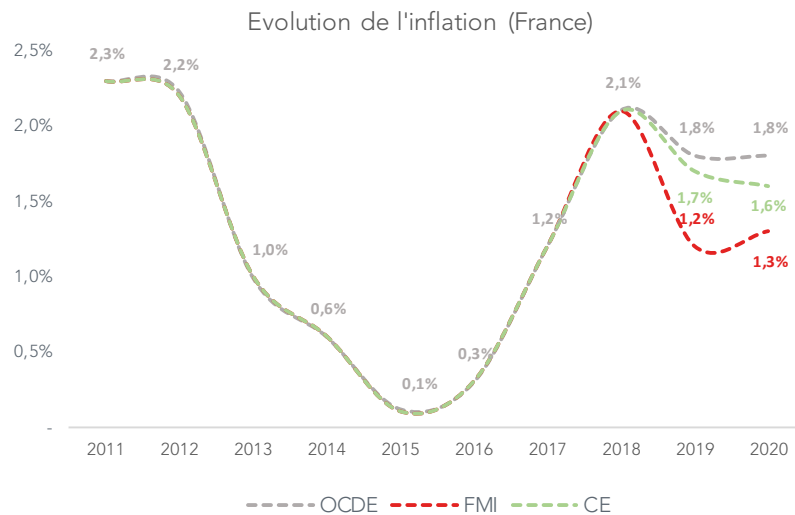
Taux de croissance



La comparaison des taux de croissance perpétuelle retenus respectivement par les experts indépendants et les établissements présentateurs pour le calcul, au-delà de la période explicite de prévisions, de la valeur terminale en DCF met en évidence un relatif consensus (en moyenne **1,6% versus 1,5%**).

La croissance normative est réputée assimilable à l'inflation, à volume de marché constant.

Ces taux de croissance peuvent être rapprochés des prévisions long terme d'inflation disponibles pour la France et la zone Euro :





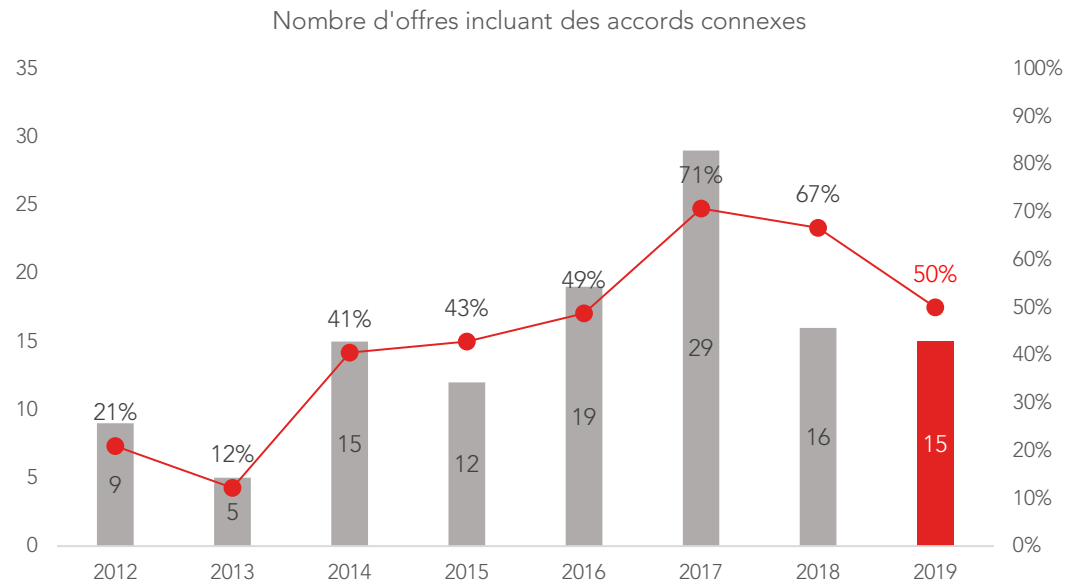
VI. ACCORDS CONNEXES

Une part décroissante d'opérations comportant des accords connexes



En 2019, la moitié des offres publiques ont été associées à des accords et opérations considérés comme connexes (15 sur 30 opérations), par référence aux avis rendus à ce titre par les experts indépendants dans leurs rapports.

La proportion par rapport au nombre total d'offres est en baisse en comparaison des deux dernières années.

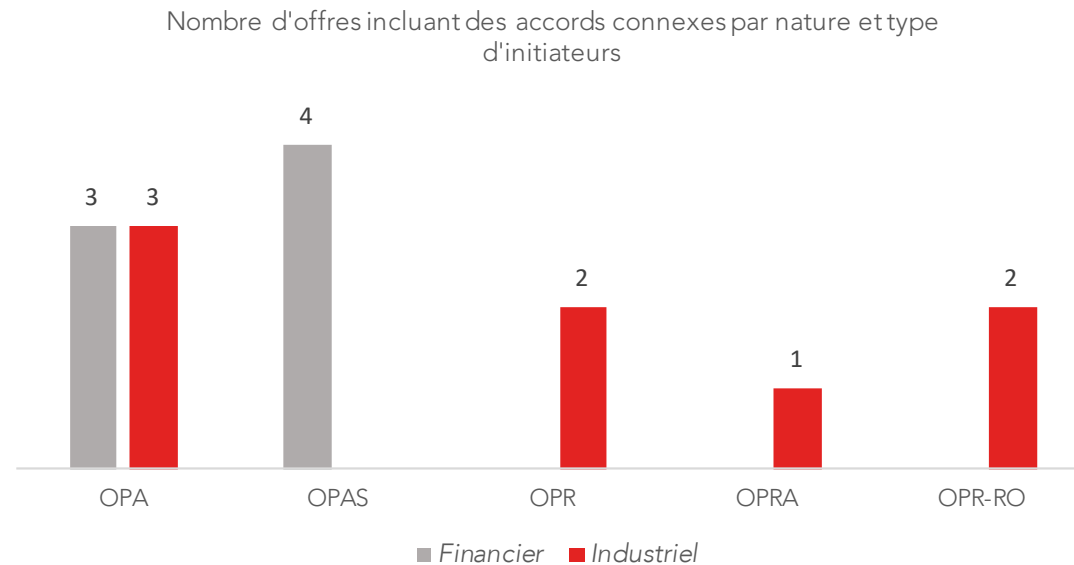


Des accords connexes diversifiés



Les 15 opérations concernées en 2019 par l'existence d'accords connexes sont :

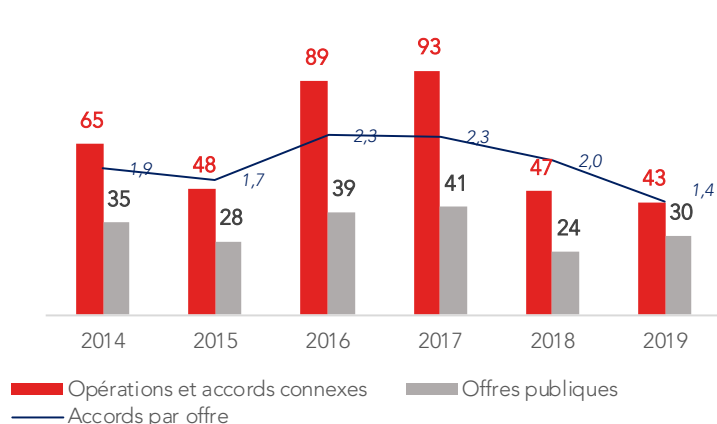
- > principalement des opérations d'achat (OPA et OPAS), ce qui apparaît cohérent avec la part relative de ces opérations dans le total des offres visées par l'AMF en 2019 (pour mémoire, 7 OPA et 12 OPAS sur 30 opérations) ;
- > des opérations conclues de manière équilibrée par les investisseurs industriels (8 opérations sur 15) et par les investisseurs financiers dont la présence est observée uniquement sur les OPA et OPAS (7 opérations sur 15).



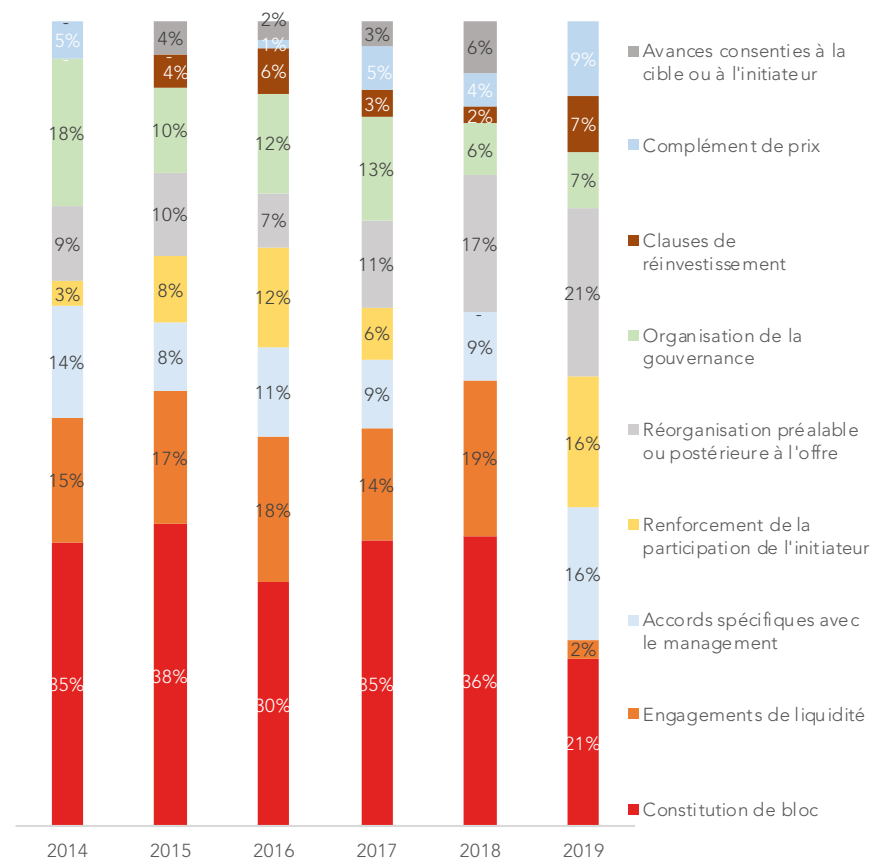
Une part importante des constitutions de blocs dans les accords connexes



Nombre moyen d'accords et opérations connexes par offre depuis 2014



Analyse de la nature des accords et opérations connexes



À titre illustratif de la fréquence des accords et opérations connexes, les offres visées par l'AMF depuis 2014 en comportent en moyenne près de 2.

Les cas de figure les plus fréquents, selon notre nomenclature (Annexe 7), concernent historiquement la constitution de blocs et en 2019 les réorganisations préalables ou postérieures à l'offre suivies :

- > des accords spécifiques impliquant le management de la cible ;
- > des renforcements de la participation de l'initiateur.



VII. INTERVENTION DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Les sources réglementaires



Toutes les offres publiques susceptibles de générer des conflits d'intérêt au sein du Conseil d'administration, du Conseil de surveillance ou de l'organe compétent de la société cible ainsi que l'ensemble des retraits obligatoires doivent faire l'objet d'une expertise indépendante (article [261-1](#) I et II du règlement général de l'AMF, instruction AMF n°[2006-08](#), recommandation AMF n°[2006-15](#)).

L'expert indépendant, désigné par les organes de gestion de la société dont les titres sont visés par l'offre, a pour mission d'émettre une opinion sur le caractère équitable des conditions financières offertes par la société initiatrice de l'opération aux actionnaires de la société dont les titres sont visés par l'offre ; il agit ainsi dans le sens de la protection des actionnaires minoritaires et des petits épargnants.

La présente étude ne couvre pas les expertises indépendantes :

- qui ont été menées dans le cadre de l'article [261-2](#) et de l'article [261-3](#) du règlement général de l'AMF régissant respectivement les augmentations de capital réservées (le cas échéant assorties d'une offre publique relevant de l'article [261-1](#) du règlement général de l'AMF) et la nomination d'un expert indépendant à titre volontaire ;
- effectuées conformément à la position-recommandation DOC-[2015-05](#) de l'AMF sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs des sociétés cotées.

Sous l'impulsion de la loi Pacte promulguée en mai 2019 et de l'abaissement du seuil de retrait obligatoire, l'AMF a constitué un groupe de travail qui a émis des propositions concernant les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et de l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques ; ces propositions (partie VIII), soumises à une consultation publique en septembre 2019, prévoient des modifications du contenu :

- du règlement général de l'AMF (articles [261-1](#) à [263-8](#)) : Livre II « émetteurs et information financière », Titre VI « Expertise indépendante » ;
- de l'instruction AMF n°[2006-07](#) : « Offres publiques d'acquisition » ;
- de l'instruction AMF n°[2006-08](#) : « Expertise indépendante » ;
- de la recommandation AMF n°[2006-15](#) : « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

La responsabilité de l'expert indépendant



L'attestation d'équité en conclusion du rapport de l'expert indépendant est délivrée à **l'ensemble des actionnaires** dont les titres sont visés par l'Offre i.e. indépendamment des considérations spécifiques à certains d'entre eux.

Pour autant, par référence au chapitre 6 de la recommandation AMF n°[2006-15](#) relatif aux contacts éventuels de l'expert indépendant avec des tiers, « *lorsque des tiers intéressés à l'offre, en particulier des actionnaires minoritaires de la société visée, se sont manifestés auprès de la société ou de l'expert indépendant afin de faire valoir leurs arguments relatifs aux conditions de l'offre publique, l'expert indépendant **peut** en faire état dans son rapport et indiquer le cas échéant les raisons pour lesquelles il a **ou non** tenu compte des points de vue ainsi exprimés* ». Cette pratique est usuelle pour documenter au mieux le rapport d'expertise indépendante et sécuriser l'attestation d'équité dans l'intérêt de l'ensemble des actionnaires.

Aux termes de l'article [262-1](#) I du règlement général de l'AMF, « *l'expert indépendant établit un rapport sur les conditions **financières** de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF* ». Dès lors, les sujets en marge des conditions financières de l'offre, bien qu'à considérer comme éléments de contexte, ne relèvent pas *a priori* de la mission d'expertise indépendante (structuration de l'offre, profil de la gouvernance ou qualité de la communication de la société visée par l'offre, par exemple).

Bien que soumis à l'organe compétent de la société visée par l'offre, le rapport comportant en conclusion l'opinion de l'expert indépendant sur le caractère équitable du prix d'offre et, le cas échéant, sur l'incidence des accords connexes pour les actionnaires minoritaires n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'offre ; c'est en effet à l'organe compétent qu'il appartient de rendre un avis motivé pour le lancement de l'offre, à l'appui entre autres de l'attestation d'équité. L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information dans laquelle est inséré son rapport, qui seul engage sa responsabilité.

L'article [262-1](#) II du règlement général de l'AMF stipule qu'« *À compter de sa désignation, l'expert [indépendant] doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au [262-1] I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à quinze jours de négociation* ». La recommandation AMF n°[2006-15](#), chapitre 1, tout en rappelant ces prescriptions, ajoute que « *Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport* ».

Le cas particulier des accords et opérations connexes



L'article **261-1** I 4° du règlement général de l'AMF dispose que la nomination d'un expert indépendant est notamment requise lorsqu'il existe **une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptible d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée.**

Les experts indépendants sont confrontés de plus en plus à la problématique des accords et opérations connexes, ainsi qu'à leur impact sur la détermination ainsi que l'appréciation du prix d'offre et le cas échéant de la parité (OPE / OPES), étant toutefois précisé que cette notion n'est pas juridiquement définie et, dès lors, peut être extensive, en l'absence de transcription en droit national de concepts anglo-saxons (*related agreement, related arrangement,...*).

À titre d'exemple, les cessions d'actifs préalables à certaines offres sont assimilées à des opérations connexes, dans la mesure où l'expert indépendant atteste que ces opérations en amont de l'offre ne préjudicient pas aux intérêts des actionnaires.

L'expert indépendant porte une responsabilité dans l'appréciation de l'incidence des accords et opérations connexes **sur le plan financier** au regard du prix (OPA / OPAS) / de la parité (OPE / OPES) de l'offre publique considérée.

Les développements suivants précisent la position de l'expert indépendant en situation de devoir apprécier l'incidence des accords et opérations connexes sur les conditions d'une offre publique du point de vue des actionnaires minoritaires, qu'il soit ou non désigné à cet effet par référence aux dispositions réglementaires rappelées ci-après.

Des sources réglementaires restreintes pour les accords et opérations connexes



Hormis les textes de l'AMF, la littérature sur le concept d'accords et d'opérations connexes est peu fournie :

> article [261-1](#) I, alinéas 2° et 4° du règlement général de l'AMF :

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 :

2° Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ;

[...]

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 ;

[...]

> recommandation n°[2006-15](#) de l'AMF, chapitre 5 :

« 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), 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. »

> l'absence de définition précise des accords et opérations connexes est à relier à leur pluralité et leur complexité.

Une contribution de l'APEI aux réflexions sur les accords et opérations connexes



Une étude de l'APEI consacrée aux accords et opérations connexes attachés aux offres publiques intervenues entre 2011 et 2013 a été réalisée sur la base des notes d'information et des questions posées par l'AMF aux experts indépendants : APEI. « Réflexions sur les accords et opérations connexes », [13 octobre 2014](#). L'APEI y formule plusieurs constats :

- › l'absence de définition au sens juridique ou / et posée par l'AMF ainsi que de concept général sur leur nature, ne permet pas [à l'expert indépendant] de cerner exhaustivement le champ des accords et opérations connexes [en conséquence l'expert indépendant n'est en théorie censé s'exprimer que sur les points de sa saisine au titre de l'article [261-1](#) | 4° du règlement général de l'AMF] ;

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

- › une complexité variable [selon les offres] et croissante [au fil des années] des accords et opérations connexes et des difficultés à en quantifier l'impact ;
- › l'ambiguïté de l'exploitation par l'expert indépendant pour le compte des actionnaires de la cible des travaux réalisés par les conseils de l'initiateur ;
- › l'absence de « retour d'expérience » auprès des experts indépendants sur les éventuels litiges subséquents, dans la mesure où les accords et opérations connexes se dénouent souvent postérieurement à l'offre.

Nos principaux constats relatifs aux accords et opérations connexes



Les saisines de l'expert indépendant par l'organe compétent, au regard des accords et opérations connexes, se révèlent hétérogènes.

À titre illustratif, la saisine de l'expert indépendant au titre de l'article [261-1](#) I 4° du règlement général de l'AMF n'apparaît pas nécessairement liée :

- › à l'avis exprimé par l'initiateur dans sa note d'information sur la présence ou non d'accords et/ou d'opérations susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'offre et son issue ;
- › ni à la documentation des accords et/ou opérations liés à l'offre dans la note d'information de l'initiateur relayée dans la note d'information en réponse de la cible.

L'expert indépendant est parfois saisi au titre de l'article [261-1](#) I 4° du règlement général de l'AMF à titre apparemment « conservatoire » ; après revue des accords et/ou opérations liés à l'offre, il **conclut** à l'absence d'incidence de ces derniers sur son appréciation de l'équité.

L'expert indépendant n'est parfois pas saisi au titre de l'article [261-1](#) I 4° ; toutefois, après revue des accords et/ou opérations liés à l'offre, il peut être amené, selon son propre jugement, à **confirmer** l'absence d'incidence de ces derniers sur son appréciation de l'équité.



VIII. LOI PACTE ET PROPOSITIONS DE L'AMF

Un « fait déclencheur » : la loi Pacte



Focus sur l'abaissement du seuil de retrait obligatoire

L'abaissement du seuil du retrait obligatoire de 95% à **90% du capital et des droits de vote** de la société visée par l'offre est encadré notamment par la loi Pacte⁷ et le Code monétaire et financier⁸. Les conditions sont applicables aux **sociétés sises en France** et dont les actions sont admises aux négociations sur un **marché réglementé** ou sur **Euronext Growth**.

L'idée d'abaissement de ce seuil **n'est pas nouvelle** ; elle a en effet été avancée à plusieurs reprises depuis la dernière réforme du droit des offres publiques :

- › Rapport Naulot « Pour un **renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées** », avril 2005 ;
- › Examen au Sénat le **14 septembre 2010** en commission du projet de loi n°555 (2009-2010), adopté par l'Assemblée nationale, de **régulation bancaire et financière** (article 10) ;
- › Rapport Giami-Rameix sur le **financement des PME-ETI par le marché financier** au ministre de l'Économie et des Finances, **novembre 2011** ;
- › Rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) « concernant la réforme du retrait obligatoire de la cote », 26 mars 2018⁹.

L'argument politique et économique de l'abaissement de seuil tient en particulier :

- › à la **simplification du droit des sociétés cotées** ;
- › au **renforcement de l'attractivité de la place financière de Paris** ;
- › à la **facilitation des introductions en bourse**, par l'**élargissement de possibilités ultérieures de retrait**.

L'abaissement du seuil serait également une solution pour **éviter des litiges liés à l'effet de seuil** élevé de 95%.

⁷ Article 75 I de la loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises (loi Pacte).

⁸ Article 433-4 du Code monétaire et financier.

⁹ Le rapport du HCJP préconisait l'abaissement du seuil « au profit des seuls retraits exercés à l'issue d'une offre publique initiée par une ou plusieurs personnes agissant de concert et ne détenant pas le contrôle de la société émettrice ».

Un « fait déclencheur » : la loi Pacte



Un alignement sur les seuils de la « Directive OPA » et la fin d'une exception française

Un retrait obligatoire peut désormais être mis en œuvre dès lors qu'à l'issue d'une offre publique, **quelle que soit sa nature** (obligatoire, volontaire, procédure normale ou simplifiée, offre publique de retrait,...), les titres non présentés par les actionnaires minoritaires de la société visée ne représentent **pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la société** (article 237-1 du règlement général de l'AMF).

Pour mémoire, le seuil antérieur de 95% résultait d'une **option** de la France par référence à la « Directive OPA » :

- la directive ayant permis de fixer, dans le cas où « l'offrant **détient** des titres représentant au moins 90% du capital assorti de droits de vote et 90% des droits de vote de la société visée », un seuil de retrait obligatoire « **plus élevé pour autant qu'il ne dépasse pas 95% du capital assorti de droits de vote et 95% des droits de vote** », la France avait alors et jusqu'à la promulgation de la loi Pacte, adopté un seuil à 95%¹⁰ ;
- la plupart des pays membres de l'Union Européenne avaient finalement opté pour le seuil de **90%**, à quelques exceptions (France, Italie, Lituanie, Luxembourg, Pays-Bas).

La procédure de retrait obligatoire reste à la main de l'actionnaire majoritaire à l'appui d'une évaluation multicritère :

- dès lors que le flottant est **inférieur à 10% en capital ou en droit de vote**, un actionnaire minoritaire détenteur de titres conférant des droits de vote peut demander la mise en œuvre d'une offre publique de retrait¹¹ ;
- mais seul **l'actionnaire majoritaire** peut décider s'il fait suivre cette offre d'une procédure de retrait obligatoire équivalent à un retrait de la cote et à une « expropriation » des derniers actionnaires.

¹⁰ Article 15 (« Retrait obligatoire ») paragraphe 2, a) de la « Directive OPA ».

¹¹ Article 236-1 du règlement général de l'AMF.



Réflexions sur l'organisation des offres publiques et rôle de l'expertise indépendante (1/2)

Les **18 propositions** formulées dans le [rapport du groupe de travail de l'AMF](#) sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, soumises à consultation publique en septembre 2019, recouvrent un **périmètre en définitive plus large que le champ de la lettre de mission du Président de l'AMF** en date du 6 mars 2019, qui était circonscrite au **retrait obligatoire** autour des axes suivants :

- **Amélioration de la réglementation** applicable au retrait obligatoire :
 - conditions financières ;
 - travaux d'expertise indépendante sous le contrôle des organes sociaux de la société concernée.

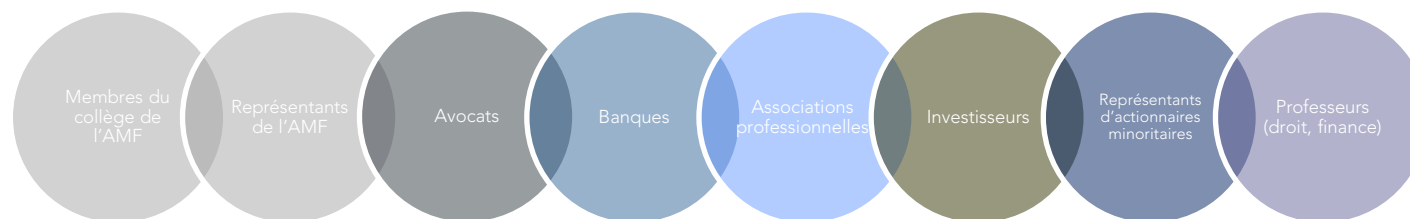
- **Champ d'examen** (indicatif) :
 - établissement d'un prix minimum en cas de retrait obligatoire ;
 - conditions de contrôle du prix du retrait obligatoire par l'AMF ;
 - diligences de l'expert indépendant :
 - conditions de nomination,
 - budget,
 - durée de la mission,
 - interactions avec les parties prenantes dont les actionnaires minoritaires,
 - rôle des organes sociaux,
 - adhésion à une association professionnelle d'experts,...

La consultation publique de l'AMF



Réflexions sur l'organisation des offres publiques et rôle de l'expertise indépendante (2/2)

Le groupe de travail de l'AMF, très **diversifié dans sa composition**, a regroupé entre mars et juin 2019, au cours de 6 réunions, une trentaine de personnes :



Des **auditions** ont parallèlement été menées auprès de représentants de deux banques.

Les propositions de l'AMF ont été soumises le 16 septembre 2019 à une **consultation publique** à échéance au 15 octobre 2019, portant sur :

- le **contenu du rapport du groupe de travail** sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques ;
- les **modifications de textes** y afférentes :

Ces propositions visent notamment à :

- renforcer le **rôle des organes sociaux** de la société visée dans le processus d'offre publique ;
- améliorer les **échanges contradictoires** avec les actionnaires minoritaires ;
- renforcer l'**information** fournie sur les travaux des **organes sociaux** et des **experts indépendants**.

La consultation publique de l'AMF



Structure générale du rapport du groupe de travail de l'AMF (1/2)

À l'issue d'un chapitre introductif consacré à l'organisation des travaux, puis de rappels sur la réglementation applicable au retrait obligatoire et à l'expertise indépendante (**Titre 1**), le rapport du groupe de travail de l'AMF expose la genèse et énonce le contenu de ses 18 Propositions visant :

- d'une part, à renforcer la **protection des actionnaires minoritaires** (Titre 2) ;
- d'autre part, à mieux **garantir l'indépendance** et la **transparence de l'expertise indépendante** (Titre 3).

Le contenu des propositions est rappelé en conclusion.

À titre informatif au vu d'informations publiques, l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), au nom des membres composant le groupe de travail « Retrait Obligatoire »¹², et l'Association Française des Marchés Financiers (AMAFI)¹³ ont publié respectivement leurs éléments de réponse à la consultation publique de l'AMF, ainsi que le site minoritaires.com¹⁴.

Nous n'avons pas connaissance à ce stade de la synthèse de la consultation publique.

¹² APEI (2019). Éléments de réponse du groupe de travail « Le Retrait Obligatoire » de l'APEI à la consultation publique sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques publiée par l'AMF le 16 septembre 2019, [11 octobre](#).

¹³ AMAFI (2019). Observations dans le cadre de la consultation publique sur les modifications de la réglementation AMF à la suite du rapport de groupe de travail de l'Autorité, [15 octobre](#).

¹⁴ PASQUETTE M.J. (2019). « Protection des minoritaires : l'AMF propose de mieux encadrer les retraits obligatoires », [7 octobre](#).



Structure générale du rapport du groupe de travail de l'AMF (2/2)

› Renforcer la protection des actionnaires minoritaires (Titre 2)

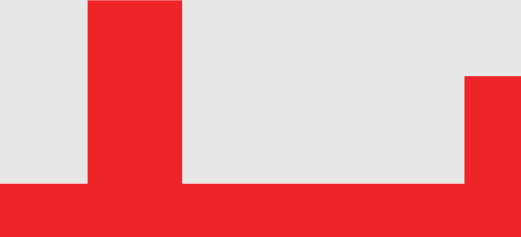
- Mieux garantir le suivi de l'offre par des administrateurs indépendants
- Favoriser la prise en compte des observations formulées par les actionnaires minoritaires avant l'émission de l'avis motivé de la société visée par l'offre
- Faciliter l'accès des actionnaires minoritaires aux parties concernées par l'offre
- Introduire dans le rapport d'expertise indépendante un chapitre dédié aux observations éventuelles des actionnaires minoritaires
- Renforcer le contenu de l'avis motivé établi par l'organe social compétent de la société visée par l'offre
- Présenter de manière transparente le contenu de la documentation d'offre par comparaison à la communication historique de la société sur sa stratégie
- Clarifier et mieux justifier les conditions de fixation du prix d'offre
- Mieux encadrer la pratique des compléments de prix
- Mise en conformité de seuils suite à l'entrée en vigueur de la loi Pacte

› Mieux garantir l'indépendance et la transparence de l'expertise indépendante (Titre 3)


- Assurer un processus de désignation de l'expert plus transparent
- Assurer aux experts indépendants les moyens nécessaires pour accomplir leurs missions
- Préciser le contenu de la conclusion du rapport d'expertise indépendante
- Renforcer la revue des diligences effectuées par l'expert indépendant
- Évolution du rôle des associations d'experts indépendants
- Adapter la rémunération de l'expert indépendant aux diligences effectuées



IX. ANNEXES



Annexe 1	Synthèse des opérations visées par l'AMF
Annexe 2	Classification des offres publiques par secteur
Annexe 3	Quelques rappels sur le processus d'offre publique
Annexe 4	Principaux types d'offres publiques
Annexe 5	Approches du rendement de marché par Ledouble
Annexe 6	Modèles Ledouble
Annexe 7	Nomenclature des accords connexes par Ledouble



Annexe 1 : Synthèse des opérations visées par l'AMF en 2019



	Date visa AMF	Société Cible	Société initiatrice	Type d'offre	Accords connexes
1	23/01/2019	Selectirente	Tikehau Capital	OPA	
2	23/01/2019	Locindus	Crédit Foncier	OPR	✓
3	05/02/2019	Keyyo	Bouygues Telecom	OPA	✓
4	05/02/2019	Tessi	Pixel Holding	OPAS	✓
5	05/03/2019	Société des Brasseries de l'Ouest Africain (SOBOA)	Société des Brasseries et Glacières Internationales	OPAS	
6	05/03/2019	Parrot	Horizon	OPA	✓
7	05/03/2019	Soft Computing	Multi Market Services France Holding	OPAS	✓
8	02/04/2019	Guy Degrenne	Diversita et Vorwerk	OPR-RO	✓
9	02/04/2019	Harvest	Winnipeg Participations	OPAS	✓
10	14/05/2019	Quotium Technologies	Technologies SAS	OPR-RO	
11	25/06/2019	Terreis (1)	Terreis	OPRA	✓
12	09/07/2019	April	Andromeda Investissements	OPAS	✓
13	03/09/2019	Coheris	ChapsVision	OPA	✓
14	05/09/2019	Officiis Properties	REOF Holding	OPR	
15	24/09/2019	Aurea	Aurea	OPRA	
16	24/09/2019	Terreis (2)	Ovalto	OPR	✓
17	24/09/2019	Evolis	Cedys & Co	OPAS	
18	08/10/2019	Supersonic Imagine	Hologic Hub Ltd	OPA	✓
19	08/10/2019	Latécoère	SCP SKN HOLDING I S.A.S.	OPA	✓
20	08/10/2019	Millet innovation	Curae Lab	OPAS	
21	14/10/2019	Altran Technologies	Capgemini	OPA	✓
22	22/10/2019	NR21	Altarea	OPAS	
23	19/11/2019	Groupe Flo	Bertrand Restauration	OPAS	
24	19/11/2019	Société Internationale de Plantations Heveas	La compagnie financière Michelin SCmA	OPR-RO	✓
25	19/11/2019	Financière Marjos	Krief Group	OPAS	
26	19/11/2019	Oceasoft	Dickson Acquisition France	OPAS	
27	03/12/2019	Iliad	Iliad	OPRA	
28	03/12/2019	Futuren	EDF Renouvelables et EDF Energies Nouvelles Belgium	OPR-RO	
29	17/12/2019	Afone Participations	FL Finance et Awys	OPR	
30	17/12/2019	ITS Group	ITS Participations	OPAS	

Annexe 2 : Classification des offres publiques par secteur en 2019



Secteur d'activité	Société Cible	Activité
Biens et Services de consommation cyclique	Groupe Flo	Restauration
	Guy Degrenne	Art de la table
Biens et Services de consommation non cyclique	Société des Brasseries de l'Ouest Africain (SOBOA)	Agroalimentaire
Communication	Millet innovation	Produits médicaux et cosmétiques
	Afone Participations	Opérateur spécialisé dans la téléphonie fixe, mobile et fintech
	Iliad	Opérateur spécialisé dans la téléphonie et le numérique
Energie	Keyyo	Services de communications électroniques dédiés aux entreprises
	Futuren	Acteur dans le domaine de l'électricité éolien
Finance/Immobilier	Selectirente	Foncière
	Locindus	Banque spécialisée dans le crédit-bail immobilier
	Terreis (1)	Foncière
	April	Assurance et courtage en assurance
	Officiis Properties	Foncière
	Terreis (2)	Foncière
	NR21	« Coquille » sans activité
Industrie	Financière Marjos	« Coquille » sans activité
	Aurea	Groupement de PME dans l'industrie du développement durable
	Latécoère	Equipementier aéronautique
Santé	Société Internationale de Plantations Heveas	Production et commercialisation de caoutchouc
Technologie	Supersonic Imagine	Technologie médicale
	Tessi	Gestion de flux et de données
	Parrot	Drones
	Soft Computing	Conseil en gestion de données
	Harvest	Digitalisation des métiers du conseil patrimonial et financier
	Quotium Technologies	Edition de logiciels
	Coheris	Edition de logiciels
	Evolis	Systèmes de personnalisation et d'émission décentralisée de cartes plastiques
	Altran Technologies	Ingénierie et conseil industriel
	ITS Group	Services du numérique
Oceasoft	Solutions connectées pour la surveillance et la traçabilité de paramètres physiques	

Annexe 3 : Quelques rappels sur le processus d'offre publique



Seuil de déclenchement des offres publiques

Une offre publique peut être **volontaire** ou **obligatoire**.

Sur le marché réglementé, une offre **obligatoire** doit être déposée par toute personne :

- qui franchit le seuil de détention de **30 %** du capital **ou** des droits de vote, seule ou de concert (article 234-2 du règlement général de l'AMF) ; sont considérées comme agissant de concert les personnes ayant conclu un accord en vue de l'acquisition, la cession ou l'exercice des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société visée par l'offre, ou pour en acquérir le contrôle ;
- ou qui détient déjà entre **30 %** et la **moitié du capital**, et augmente sa participation de plus de **1 %** en moins d'un an : « excès de vitesse » (article 234-5 du règlement général de l'AMF).

Sur Euronext *Growth* (ex Alternext), le seuil déclencheur de l'offre obligatoire est de **50 %** du capital **ou** des droits de vote.

Dans le cas d'un dépôt d'offre obligatoire, le prix proposé par l'initiateur doit être au moins égal au prix le plus élevé qu'il a payé au cours des douze derniers mois précédant l'offre (article 234-6 du règlement général de l'AMF). L'AMF peut demander ou autoriser une modification du prix dans certains cas.

Lorsqu'elle est **volontaire**, l'offre est assortie d'un **seuil de caducité** (article 231-9 I du règlement général de l'AMF) impliquant, à la clôture de l'offre, l'obtention par l'initiateur d'au moins 50% du capital **ou** des droits de vote de la cible (procédure dite « normale », au sens de l'article 232-1 du règlement général de l'AMF, à la différence de la procédure dite « simplifiée », au sens de l'article 233-1 du règlement général de l'AMF, lorsque l'initiateur détient plus de 50% du capital **et** des droits de vote de la cible).

Annexe 4 : Principaux types d'offres publiques



- OPA** Acquisition des titres contre une somme en espèces.
- OPAS** Absence de prise de contrôle de la société cible, mais l'objectif de l'initiateur est de renforcer sa participation ou de fermer le capital ; une OPAS doit être lancée par l'initiateur dès lors qu'il détient préalablement à l'offre plus de **50 %** du capital **et** des droits de vote de la société cible. La **procédure « simplifiée »** s'entend par opposition à la **procédure « normale »** dans laquelle l'initiateur détient préalablement à l'offre moins de 50 % du capital ou des droits de vote de la société cible.
- OPE** Acquisition des titres en échange d'autres titres cotés, émis ou à émettre ; l'OPE peut également revêtir la forme d'une offre publique d'échange simplifiée (OPES).
- OPR¹⁵** Offre visant à supprimer un titre de la cote, initiée généralement suite à une OPA ou une OPE et portant sur le solde des titres qui n'ont pas été apportés à l'offre (le flottant) :
- › l'OPR, qui n'est pas nécessairement suivie d'un RO, peut être obligatoire en cas de transformation radicale de la société : passage en commandite par actions, changement d'activité, fusion avec l'actionnaire de contrôle, cession des principaux actifs,... (article 236-6 du règlement général de l'AMF) ; l'actionnaire contrôlant doit alors lancer une offre pour permettre aux autres actionnaires de sortir du capital ;
 - › dès lors que les actionnaires majoritaires détiennent plus de 90% du capital **ou** des droits de vote de la société, l'OPR **peut être demandée** par un actionnaire minoritaire détenteur de titres conférant des droits de vote (article 236-1 du règlement général de l'AMF), par exemple au motif de l'absence de liquidité.

Dans les cas visés ci-dessus, l'actionnaire de la société cible reste libre d'apporter ou non ses titres à l'initiateur.

L'expert indépendant intervient sur désignation de l'organe compétent de la société dont les titres sont visés par l'offre pour délivrer une attestation d'équité sur le prix proposé aux actionnaires en contrepartie de leur désengagement du capital.

Annexe 4 : Principaux types d'offres publiques (suite)



- OPRA** Offre consistant pour une société cotée à racheter ses propres actions ; cette opération est usuellement suivie d'une annulation de ces titres, de nature à reluer au capital l'actionnaire de référence ; elle peut également s'inscrire dans le cadre d'un programme de rachat d'actions.
- L'expert indépendant intervient sur désignation de l'organe compétent de la société afin de délivrer une attestation d'équité sur le prix de rachat par la société de ses propres titres.
- RO** À l'issue de toute offre publique, si les titres non apportés à l'offre représentent **moins de 10 %** du capital **et** des droits de vote, l'actionnaire majoritaire **peut** mettre en œuvre un retrait obligatoire sur ces titres ; dans ces circonstances :
- › un actionnaire seul ou agissant de concert, détenant plus de 90% du capital **et** des droits de vote de la société, **peut lancer** une OPR-RO ;
 - › les actions de la société ayant vocation à être radiées, les actionnaires minoritaires sont contraints de céder leurs titres à un prix tenant compte d'une indemnité d'« expropriation » ;
 - › l'expert indépendant intervient sur désignation de l'organe compétent de la société dont les titres sont visés par l'offre afin de délivrer une attestation d'équité sur le prix du retrait obligatoire, qui comporte, en l'espèce un caractère indemnitaire.

Annexe 4 : Principaux types d'offres publiques (suite)



La (presque) suppression de la procédure de radiation

La procédure de radiation est **maintenue exclusivement pour les sociétés dont le siège social est situé à l'étranger** et qui ne peuvent se prévaloir du retrait obligatoire dans leur droit local.

Euronext a souhaité aligner les seuils nécessaires à une demande de radiation sur les seuils du retrait obligatoire, soit la **détention par le ou les actionnaires majoritaires agissant de concert de 90% du capital et des droits de vote** (nouvel article [P.1.4.2](#), « Décision du 25 juin 2019 relative aux modifications des règles de fonctionnement du Livre II des règles d'Euronext S.A. relatif à l'abaissement du seuil de retrait obligatoire à 90% »), étant rappelé que le seuil antérieur de radiation portait sur les droits de vote.

Pour mémoire, la demande de radiation via une « Offre liée à la radiation » (selon la terminologie d'origine), soumise à **expertise indépendante**, suppose par ailleurs de la part de l'émetteur qu'il démontre que :

- au cours des 12 derniers mois (calendaires) précédant la demande de radiation, la « **vélocité** » (montant total négocié sur les titres rapporté à la capitalisation boursière de l'émetteur à la fin du mois précédant la demande de radiation) représente **moins de 0,5%** ;
- l'initiateur de l'Offre liée à la radiation s'est engagé pour une période de **3 mois** à compter de la clôture de cette offre à acquérir, à un **cours identique** à celui de l'Offre liée à la radiation, les titres de capital des actionnaires minoritaires qui ne les ont pas apportés à l'Offre liée à la radiation ;
- les franchissements du **seuil de retrait obligatoire** (à la hausse ou à la baisse) par l'initiateur de l'offre soient rendus publics, pour une période d'un exercice financier complet suivant l'année de la radiation.

L'Offre liée à la radiation s'entend de :

- toute OPA ou toute OPE (pour autant que cette dernière comporte une option en numéraire) au sens du droit français ; ou
- toute offre publique sous régime juridique équivalent si l'AMF n'est pas l'autorité compétente pour la supervision de l'offre.

Annexe 5 : Approches du rendement de marché par Ledouble



La notion de rendement de marché

Le rendement de marché est utilisé dans le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). L'écart entre le rendement de marché et celui de l'actif sans risque correspond à la prime de marché. Le supplément de risque associé à un titre peut être déterminé en pondérant la prime de risque de marché par le coefficient beta du titre.

Le marché est généralement assimilé à un indice de référence (CAC 40, SBF 120,...) et l'actif sans risque à des obligations d'Etat ou d'entreprises notées AAA.

Prime de risque *versus* rendement de marché

Les organisations (investisseurs, banques d'affaires, cabinets d'audit et de conseil, experts indépendants) communiquent généralement directement leur estimation de la prime de risque de marché.

En pratique, la prime de risque de marché résulte de la différence entre le rendement observé sur le marché à partir d'un indice de référence et l'estimation du taux sans risque.

Différentes approches

Deux principales approches permettent d'estimer le rendement de marché :

- **historique** : le rendement de marché est estimé à partir de l'observation de rendements historiques sur une période plus ou moins longue ;
- **prospective** : le rendement de marché est estimé de manière instantanée à partir des capitalisations boursières et des prévisions de résultats et/ou de *cash flows* publiées par les analystes.

Annexe 6 : Modèles Ledouble



Méthodologie

Les modèles développés en interne par Ledouble consistent à estimer le rendement de marché à partir des cours des sociétés cotées et des consensus d'analystes publiés par *Bloomberg*.

En postulant l'efficience du marché, le taux d'actualisation permettant d'égaliser les flux futurs actualisés et la valeur de marché de la société est l'espérance de rendement qui ressort de l'investissement en actions de la société. En considérant comme portefeuille de marché un indice boursier suffisamment large et diversifié, l'espérance de rendement de ce portefeuille peut être approchée comme la moyenne des espérances de rendement de chacune des sociétés composant l'indice, chacune pondérée par le poids du titre dans l'indice.

Modèles mis en place

Nous avons développé trois modèles d'estimation du rendement de marché :

- › Modèle d'actualisation des **résultats nets futurs** ;
- › Modèle d'actualisation des **dividendes futurs** ;
- › Modèle d'actualisation de la **rente de goodwill**.

Pour chacun de ces modèles, nous avons utilisé l'indice boursier *CAC All Tradable* en excluant les sociétés intervenant sur les secteurs bancaire, assurance, immobilier.

Le rendement Ledouble

Nos modèles fournissent à la base une estimation du **rendement de marché en France**.

Nous privilégions l'estimation basée sur le modèle d'actualisation des résultats nets futurs qui limite le nombre d'*inputs* internes.

Une estimation du rendement de marché est réalisée mensuellement.

Annexe 7 : Nomenclature des accords connexes par Ledouble



a) Constitution de blocs	
Organisation d'un concert	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pacte signé entre l'initiateur et d'autres parties prenantes à l'offre afin de concrétiser une opération de concert ; ▪ Accords de concertation ou autres accords constitutifs d'un concert ; ▪ Conclusion d'un pacte d'actionnaires permettant à un cercle familial de remplir les conditions de réalisation d'une OPR-RO ; ▪ Annulation d'actions auto-détenues et exercice de BSAR permettant de renforcer la détention d'actions et de droits de vote au sein de la cible par le concert ; ▪ Option de vente sur les actions de la cible détenues par l'actionnaire historique au bénéfice du concert.
Acquisition / Apport de blocs hors marché	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Contrat de cession concernant les actions de la cible conclu entre des actionnaires de la cible et l'initiateur ; ▪ Contrat d'apport à l'initiateur par les dirigeants actionnaires et/ou les sociétés qu'ils contrôlent d'actions de la cible ; ▪ Acquisitions de blocs hors marché et contrat d'investissement conclu avec certains actionnaires dirigeants de la cible ; ▪ Acquisition par l'initiateur d'un bloc minoritaire de titres de la cible lui permettant d'enclencher, par un effet de seuil, le processus de retrait de cote.
Acquisition de blocs sur le marché	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Acquisition par l'initiateur de blocs de titres de la cible sur le marché préalablement à l'offre ; ▪ Acquisitions successives de blocs de titres de la cible par l'initiateur lui permettant d'opérer un franchissement de seuil dans le capital de la cible, dans la perspective de l'offre.
Augmentation de capital	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Augmentation du capital de la cible au profit de l'initiateur, avec suppression du droit préférentiel de souscription.
Engagements et intentions d'apports/cessions	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Engagement d'apport à l'initiateur par certains actionnaires (institutionnels ou autres) des actions (ou options donnant accès au capital) détenues dans la cible ; ▪ Engagement d'apport à l'offre par certains actionnaires de la cible de titres détenus sur un compte d'épargne en actions (PEA) ; ▪ Intention / engagement d'apport à l'offre d'actions et d'ORANes par leurs porteurs ; ▪ Engagement d'apport des actions issues de l'exercice de BSPCE avant la clôture de l'offre ; ▪ Engagement de non apport à l'offre par des actionnaires de la cible ; ▪ Promesses d'achat et de vente d'actions de la cible entre des actionnaires familiaux ou assimilés et l'initiateur ; ▪ Engagements de vote d'actionnaires de la cible en faveur de la réalisation de l'offre.

Annexe 7 : Nomenclature des accords connexes par Ledouble



b) Renforcement de la participation de l'initiateur	
<p>Promesse de vente / d'achat</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Promesse synallagmatique de vente et d'achat d'actions sous conditions suspensives entre l'initiateur et des actionnaires de la cible dans le cadre d'une cession de bloc préalable à l'offre ;</i> ▪ <i>Promesse de vente (sous forme d'options) selon laquelle les dirigeants actionnaires de la cible promettent à l'initiateur de vendre tout ou partie des titres qu'ils détiendront (à la date dite de « départ ») selon des stipulations préalablement définies ;</i> ▪ <i>Option au profit de l'initiateur d'achat d'une fraction du capital de la cible lui permettant de détenir plus de 50% du capital et des droits de vote de la cible.</i>
<p>Renonciation / apport au profit de l'initiateur</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Renonciation d'exercice d'options au profit de l'initiateur (suite à des opérations de croissance externe déjà réalisées) ;</i> ▪ <i>Renonciation d'exercice de BSPCE au profit de l'initiateur ;</i> ▪ <i>Apports d'actions de la cible à l'initiateur contre rémunération par des titres de l'initiateur ;</i> ▪ <i>Promesses de vente de titres par les actionnaires de la cible au profit de l'initiateur antérieurement et postérieurement à l'offre ;</i> ▪ <i>Augmentation de capital de la cible réservée à l'initiateur aux termes d'un pacte d'actionnaires conclu préalablement à l'offre ;</i> ▪ <i>Engagement de souscription à une émission d'actions prioritaires au profit de l'initiateur.</i>
c) Complément de prix	
<p>Rétrocession Clauses conditionnelles Droit de suite</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Complément de prix au titre de la cession d'une filiale préalablement à la cession du bloc de contrôle de la cible ;</i> ▪ <i>Complément de prix à verser aux actionnaires postérieurement à l'offre ;</i> ▪ <i>Complément de prix sous conditions à verser aux actionnaires de la cible au stade du retrait obligatoire ;</i> ▪ <i>Droit de suite d'actionnaires ayant cédé leurs actions préalablement à l'offre à hauteur de la différence entre, d'une part, le prix d'offre / le prix de récession / le prix de rachat en bourse / le prix de rachat auprès de tiers des actions par l'initiateur et, d'autre part, le prix de cession de leurs actions ;</i> ▪ <i>Droit de suite accordé à l'initiateur de l'offre par des actionnaires ayant souscrit des engagements d'apport à l'offre en cas d'offre concurrente (à hauteur de x% de la différence de prix) ;</i> ▪ <i>Accords de rétrocession aux actionnaires de la cible des plus-values à terme sur la cession des titres de la cible à l'issue de la réalisation par l'initiateur de l'offre de son objectif de TRI ;</i> ▪ <i>Mise en place d'un complément de prix à verser par l'initiateur aux actionnaires cédants ou qui apporteraient leurs titres à l'offre, en cas de changement de contrôle de l'initiateur.</i>

Annexe 7 : Nomenclature des accords connexes par Ledouble



d) Accords spécifiques avec le <i>management</i>	
<i>Management package</i>	<ul style="list-style-type: none">▪ <i>Management package "hybride"</i> consistant en un dispositif d'attribution d'actions gratuites et d'actions de préférence ;▪ Attribution d'actions de l'initiateur aux managers de la cible ;▪ Émission au bénéfice des managers et autres mandataires sociaux de la cible de diverses catégories de titres / options (ORANE, BSA, actions gratuites,...) ;▪ Émission d'actions à dividendes prioritaires par l'initiateur au profit des managers de la cible ;▪ Émission de BSPCE avant l'offre non garantie dans le cadre de l'offre par des mécanismes de liquidité ;▪ Substitution d'actions gratuites / de <i>Restricted Stock Units</i> (RSU) de l'initiateur aux actions gratuites de la cible détenues par des managers, assortie le cas échéant de contrats de liquidité ;▪ Promesse d'achat par l'initiateur d'actions détenues par des managers de la cible sur une quote-part dégressive en fonction de leur date de départ, postérieurement à l'offre ;▪ Plan d'intéressement du <i>management</i> de la cible à finaliser postérieurement à l'offre.
Accords opérationnels concernant le <i>management</i> ou la cible	<ul style="list-style-type: none">▪ Contrat de prestation de service entre les dirigeants et la cible dans le cadre de l'offre ;▪ Renégociation de contrats de prestations de services auprès de la cible dans le cadre de l'offre ;▪ Nouveaux contrats commerciaux ou renégociation de contrats commerciaux entre la cible et l'initiateur dans le cadre de l'offre ;▪ Révision des clauses du contrat du travail du dirigeant actionnaire de la cible, nommé à la direction de l'initiateur ;▪ Mise en place par l'initiateur de mécanismes incitatifs visant à s'attacher la collaboration de personnes clés au sein de la cible ;▪ Extension des plans d'intéressement des cadres et dirigeants de l'initiateur à leurs homologues au sein de la cible ;▪ Dispositions spécifiques concernant les actionnaires fondateurs et/ou les salariés de la cible dans le cadre de l'offre.

Annexe 7 : Nomenclature des accords connexes par Ledouble



e) Réorganisation préalable ou postérieure à l'offre	
Cession de filiales	<ul style="list-style-type: none">▪ Promesse de vente d'une filiale / Rachat par une personne physique d'actions de filiales de la cible préalablement à l'offre ;▪ Cession de filiales / d'activités de diversification de la cible préalablement à l'offre ;▪ Cession partielle d'activités de la cible au bénéfice de l'initiateur préalablement à l'offre ;▪ Cession de titres d'une filiale préalablement à l'offre et mise en place d'un crédit-vendeur relatif à cette cession ;▪ Cession du fonds de commerce de la cible préalablement à l'offre.
Opération sur le capital et/ou restructuration de la dette	<ul style="list-style-type: none">▪ Apport de titres de la cible à l'initiateur préalablement à l'offre ;▪ Restructuration de la dette de la cible antérieurement à l'offre ;▪ Opérations sur le capital de la cible (réduction du capital, augmentation du capital suite à une opération d'apports ou de fusion ou de conversion des obligations en actions) préalables ou postérieures à l'offre ;▪ Recapitalisation de la cible préalablement à l'offre.
Transformation juridique	<ul style="list-style-type: none">▪ Transformation de la forme juridique de la cible préalablement ou postérieurement à l'offre ;▪ Demande de l'initiateur auprès de l'établissement teneur de titres de l'octroi de droits de vote double aux actions justifiant d'une inscription nominative depuis au moins deux ans ;▪ Modifications statutaires permettant à la cible de procéder à un « transfert obligatoire » assimilable à un retrait de cote, aux termes duquel les actionnaires minoritaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'offre doivent les céder à l'actionnaire majoritaire au même prix que l'offre ;▪ Fusion-absorption de la cible par l'initiateur ou toute autre entité du groupe de l'initiateur ;▪ Transformation de la forme juridique de la cible en société européenne en vue d'un transfert de son siège social aux Pays-Bas ;▪ Transformation de la forme juridique de la cible de société anonyme en société en commandite par actions à associé commandité unique (prenant la forme d'une société par actions simplifiée) contrôlée par l'initiateur.

Annexe 7 : Nomenclature des accords connexes par Ledouble



f) Avances consenties à la cible ou à l'initiateur

Avances à la cible	<ul style="list-style-type: none">Prise en charge des frais de conseils de la cible par l'initiateur en contrepartie d'une baisse du prix de l'offre ;Avances consenties à la cible par l'initiateur, susceptibles d'être capitalisées ;Prêt consenti par l'initiateur à la cible dans le cadre du refinancement partiel de l'endettement de la cible rendu exigible par le changement de contrôle (résultant d'une acquisition de bloc hors marché par l'initiateur ayant déclenché l'offre) ;Remboursement par le cédant à la cible des frais liés à la cession de bloc.
Avances à l'initiateur	<ul style="list-style-type: none">Avances consenties à l'initiateur afin de financer une acquisition de bloc hors marché, ainsi que les frais liés à un apport de titres ou une négociation d'un crédit-vendeur.

g) Engagements de liquidité

Divers engagements, accords et mécanismes de liquidité	<ul style="list-style-type: none">Accord spécifique portant sur le rachat par la cible de BSA auprès des porteurs dans le cadre de l'offre ;Indemnisation des titulaires d'options à hauteur de la différence entre le prix de l'offre et le prix d'exercice des options ;Maintien des actions gratuites de la cible en période d'acquisition ou de conservation et organisation de leur liquidité ; options d'achat et de vente réciproques à l'issue de la période de conservation de ces actions gratuites à un prix maximum prédéterminé ;Garantie de liquidité sur les actions gratuites / actions de performance (ou résultant de l'exercice de stock-options) sous diverses formes (promesses croisées de vente et d'achat d'actions, indemnisation des porteurs d'actions gratuites / d'actions de performance,...) ;Mécanismes de liquidité consentie par l'initiateur au profit des titulaires d'options, d'actions gratuites et d'actions de la cible bloquées en plan d'épargne d'entreprise (PEE) ;Mécanismes de liquidité consentie par l'initiateur aux porteurs de BSAR ;Accord permettant la neutralisation des BCE / BPSCE présentant des prix d'exercice supérieurs au prix de l'offre ;Modification par l'organe compétent des conditions d'exercice de titres (BSA, BSPCE) de la cible incessibles à la date de l'offre ;Engagements de l'initiateur de racheter les actions non apportées à l'offre au prix d'offre minoré de toute distribution de dividende et majoré d'un taux d'intérêt annuel.
---	---

Annexe 7 : Nomenclature des accords connexes par Ledouble



h) Organisation de la gouvernance

Pacte d'associés

- Pacte signé entre l'initiateur et les dirigeants actionnaires de la cible portant sur les règles applicables à la gouvernance de l'initiateur et/ou de la cible, aux transferts de titres de la cible, à la liquidité des parties au pacte, à l'anti-dilution, aux dirigeants actionnaires et aux autres cadres ;
- Clause de « Ratchet » préalable à l'offre (mécanisme anti-dilutif).

i) Clauses de réinvestissement

Réinvestissement de produits de cession

- Réinvestissement par des actionnaires de la cible de produits de la cession d'actions de la cible préalablement à l'offre dans le capital de la cible ou de l'actionnaire de l'initiateur ;
- Réinvestissement par les actionnaires de la cible au capital de l'initiateur par voie de souscription d'ORA.

j) Autres

Divers engagements et accords

- Conventions de prestations de services entre la cible et l'initiateur après radiation des actions de la cible ;
- Promesse de distribution aux actionnaires de la cible d'une partie de la trésorerie disponible après changement de stratégie / modèle économique ;
- Accords spécifiques entre l'initiateur et le concert (avances de trésorerie, échanges d'actions,...) ;
- Divers engagements (engagements de « reclassement », de « prise ferme » i.e. d'achat d'un volume de titres,...).



X. *DISCLAIMER*, CONTACTS ET LIENS UTILES



La présente étude a été réalisée à titre strictement **informatif**, sur la base d'informations publiques et issues de nos bases de données.

La retranscription, l'analyse et l'interprétation de ces informations dans le présent document ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité de Ledouble.

Contacts

- > Agnès Piniot, Présidente apiniot@ledouble.fr
- > Olivier Cretté, Associé ocrette@ledouble.fr
- > Romain Delafont, Associé rdelafont@ledouble.fr
- > Stéphanie Guillaumin, Associée sguillaumin@ledouble.fr
- > Sébastien Sancho, Associé ssancho@ledouble.fr

Liens utiles

- > AMF <http://www.amf-france.org/>
- > APEI <http://www.apei-experts.org/>
- > Commission Européenne http://ec.europa.eu/economy_finance/
- > Euronext <https://www.euronext.com/>
- > FMI <https://www.imf.org/>
- > Le Journal des OPA <http://www.journaldesopa.com/>
- > Ledouble <http://www.ledouble.fr/>
- > OCDE <http://www.oecd.org/fr/eco/perspectives/>



8, rue Halévy – 75009 Paris
Tel. 01 43 12 84 85
info@ledouble.fr

WWW.LEDOUBLE.FR

