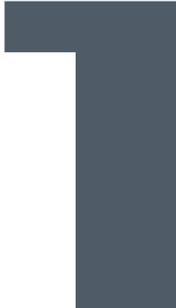


ANALYSE DES OFFRES PUBLIQUES 2020

8^{ÈME} ÉDITION

1

- 
- I. Préambule
 - II. Synthèse et chiffres clés
 - III. Panorama des opérations
 - IV. Primes offertes
 - V. Impact de la mise en place de la norme IFRS 16
 - VI. Paramètres financiers
 - VII. Accords connexes
 - VIII. Intervention de l'expert indépendant
 - IX. Annexes
 - X. Disclaimer, contacts et liens utiles
- 



I. PRÉAMBULE

Préambule



Contexte

Ledouble a réalisé pour la huitième année consécutive son étude des offres publiques sur le marché français, et a le plaisir de la présenter ci-après au titre de **2020**.

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 ;
- commenter les évolutions réglementaires en matière d'offres publiques et d'expertise indépendante.

Les informations exploitées sont celles mises à la disposition du public par l'AMF sur son site d'informations, et concernent les offres publiques ayant obtenu une décision de conformité et un visa de l'AMF en 2020 ; nous nous référons pour l'historique à nos études antérieures.

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

Nous vous en souhaitons bonne lecture.

Les associés et l'équipe Ledouble

Préambule



Glossaire

> AMF	Autorité des Marchés Financiers
> APEI	Association Professionnelle des Experts Indépendants
> CAC <i>All Tradable</i>	ex SBF 250
> CE	Commission Européenne
> CMPC	Coût Moyen Pondéré du Capital
> DCF	<i>Discounted Cash Flow</i> (actualisation des flux prévisionnels de trésorerie)
> EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i>
> EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
> FMI	Fonds Monétaire International
> MEDAF	Modèle d'Équilibre des Actifs Financiers
> OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Économiques
> OPA	Offre Publique d'Achat
> OPAS	Offre Publique d'Achat Simplifiée
> OPE	Offre Publique d'Échange
> OPES	Offre Publique d'Échange Simplifiée
> OPM	Offre Publique Mixte
> OPR	Offre Publique de Retrait
> OPRA	Offre Publique de Rachat d'Actions
> OPR-RO	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
> RO	Retrait Obligatoire

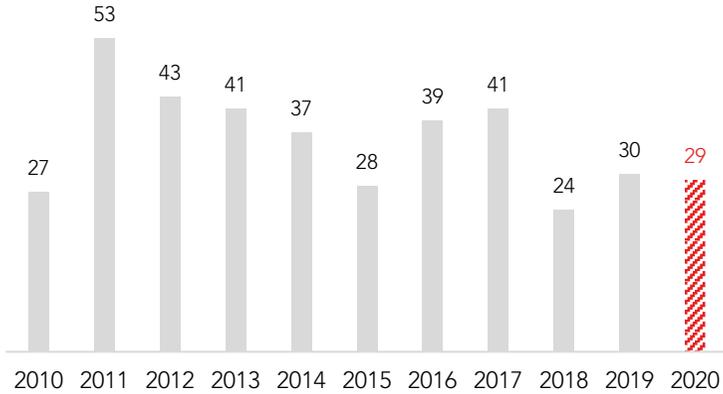


II. SYNTHÈSE ET CHIFFRES CLÉS

Synthèse et chiffres clés



29 offres publiques visées en 2020



Une répartition entre financiers et industriels proche de l'équilibre

55 %



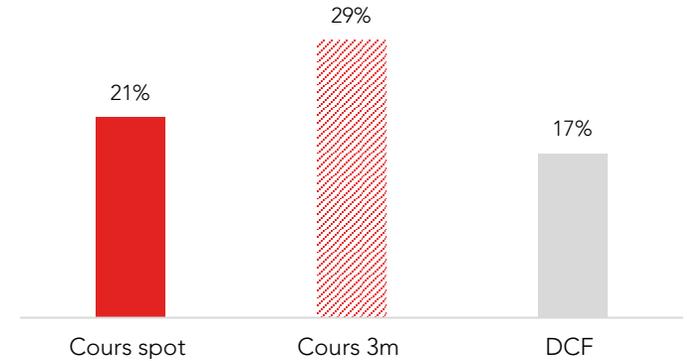
Industriels

45 %

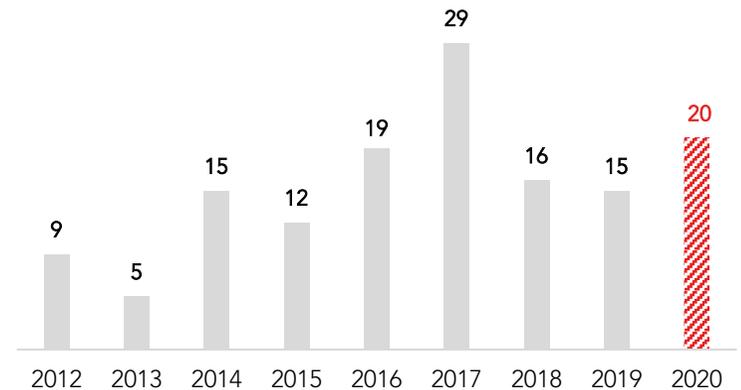


Financiers

29% de prime sur le cours 3 mois en 2020



Nombre d'offres incluant des accords connexes





Principaux constats

Malgré une année marquée par la crise sanitaire, le nombre d'offres publiques observé en 2020 est proche de celui de 2019 :

- 29 opérations ont été visées par l'AMF en 2020 (*versus* 30 opérations en 2019) ; ce nombre d'offres se situe sensiblement en deçà de la moyenne sur la dernière décennie (36 avec un « pic » de 53 en 2011) ;
- en majorité, les opérations restent initiées par des investisseurs industriels (55%). Compte tenu notamment du volume de liquidités dont disposent les investisseurs financiers, leur participation aux offres publiques continue cependant de progresser (45% en 2020 *versus* 40% en 2019 et 17% en 2018) ;
- 75% des opérations ont été initiées par un actionnaire détenant déjà la majorité du capital des sociétés cibles ;
- 100% des opérations ont reçu un avis favorable des organes de gouvernance des sociétés cibles et constituent ainsi, comme en 2019 et 2018, des offres « amicales ».

Au même titre que pour les transactions intervenues sur les sociétés non cotées, les entreprises de la **technologie**, des **médias** et de la **santé**, secteurs plus épargnés que d'autres par la crise sanitaire, ont été en majorité la cible des offres publiques.

Dans un contexte boursier fortement perturbé, les offres publiques visées en 2020 dégagent une **prime moyenne par rapport aux cours de bourse 3 mois de 29%**. Les primes sur les opérations dénouées **après le mois de mars 2020**, au cours duquel la crise sanitaire est survenue, ressortent toutefois à un **niveau sensiblement inférieur**.

Les procédures de **retrait obligatoire** et les offres avec **intention de retrait obligatoire** extériorisent les **primes les plus élevées sur la valeur fondamentale des sociétés cibles**, avec une **prime moyenne de 20% par rapport aux valeurs intrinsèques** déterminées à dire d'expert ; elles contribuent à une **prime moyenne de 17% sur l'ensemble des 29 opérations**.

69% des offres (20 opérations sur 29) comportaient en 2020 des accords et opérations connexes.



III. PANORAMA DES OPÉRATIONS

Panorama des opérations



Une stabilité du nombre d'offres dans un contexte de crise sanitaire

En 2020, **29 offres publiques** ont obtenu le visa de l'AMF.

Bien qu'en ligne avec le volume de l'année 2019, le nombre d'opérations visées reste faible par rapport à la moyenne de la dernière décennie, marquée par le niveau record de l'année 2011, qui avait enregistré 53 opérations.

Le flux d'opérations s'est réparti de manière inégale sur l'année 2020 :

- > dans le contexte de la crise sanitaire et du fait de l'attentisme qui en a résulté, aucune offre n'a été visée entre mi-février et fin mai ;
- > un rattrapage a eu lieu au dernier trimestre, au cours duquel près de la moitié des offres de l'année ont été visées.

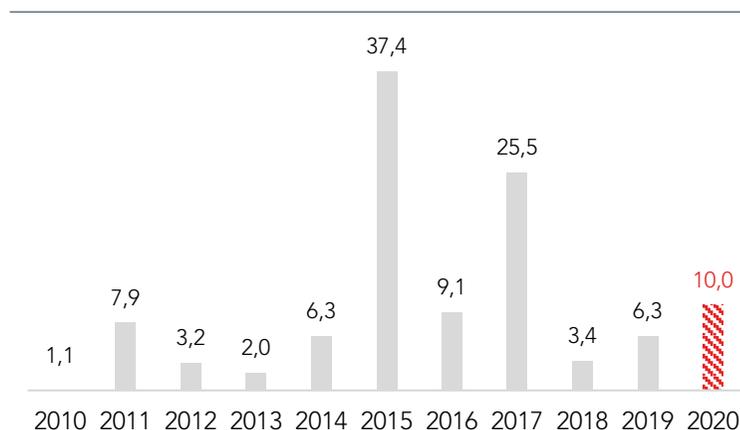
Sur ces 29 offres publiques :

- > le montant total du capital visé s'établit à **10,0 Md€**, en progression de 59% par rapport à 2019 (6,3 Md€) ;
- > ce montant est porté à plus de 75% par l'opération **Ingenico / Worldline** ;
- > la valorisation médiane des sociétés cibles ressort à **128 M€**, en hausse par rapport à 2019 (88 M€), avec une majorité d'acteurs sur le segment *middle market* ;
- > la valorisation globale des sociétés cibles induite par les prix d'offre ressort à **14,8 Md€** ; une seule, en l'occurrence Ingenico, affichait toutefois une valorisation supérieure à 1 Md€.

29 offres publiques en 2020



10 Md€ de capital visé en 2020



Panorama des opérations



Des offres majoritairement initiées par l'actionnaire de référence

Plus de trois quarts des opérations en 2020 (22 opérations sur 29) 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.

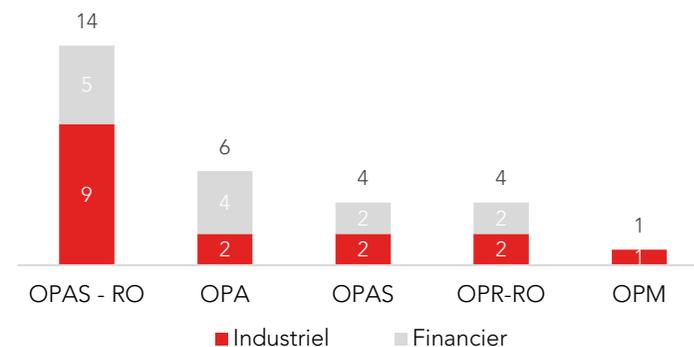
- 66% des opérations ont été réalisées avec pour objectif de retirer de la cote la société cible (14 OPAS-RO, 4 OPR-RO, 1 OPM) ;
- 34% des opérations visaient le renforcement d'une participation (6 OPA et 4 OPAS sans intention de RO).

Les investisseurs poursuivant une logique industrielle, potentiellement porteuse de synergies, restent majoritaires dans le paysage des offres publiques 2020.

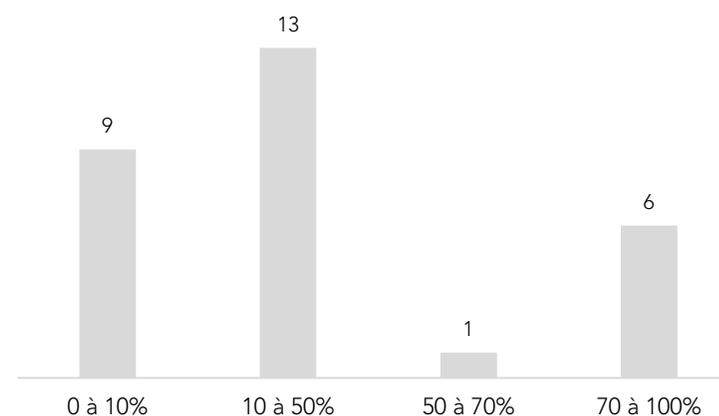
Les opérations initiées par des investisseurs financiers se sont néanmoins fortement renforcées en part relative sur l'ensemble des offres (13 opérations sur 29, soit 45% versus 40% en 2019 et 17% en 2018).

L'ensemble des opérations constituent, comme en 2019 et 2018, des offres dites « amicales », ayant reçu un avis favorable des organes de gouvernance des sociétés cibles.

Nombre d'offres publiques par nature¹



Nombre d'offres publiques en fonction du % visé



¹ Pour cette répartition, nous avons attribué une nature d'opération unique à chaque offre, le cas échéant en fonction de la branche principale de l'offre ; bien que présentant plusieurs branches, l'offre sur Ingenico a été classée en OPM et l'offre sur Anevia en OPAS.

Panorama des opérations

Des offres visant surtout le secteur non financier

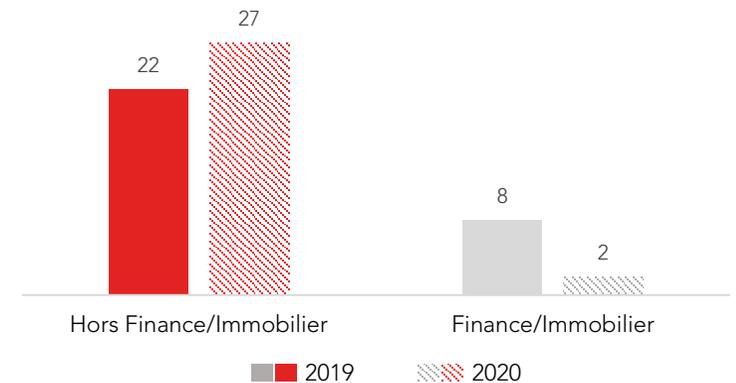
En 2020, la part des opérations portant sur le capital de sociétés opérant dans les secteurs Finance / Immobilier a reculé. Sur les 29 offres publiques, seules 2 opérations se situent dans ces secteurs (April et Advenis).

A contrario, et au même titre que pour les transactions intervenues sur les sociétés non cotées, les entreprises positionnées sur les marchés de la **technologie**, de la **communication** et de la **santé**, plus épargnés que d'autres par la crise sanitaire, ont représenté ensemble (16 opérations en 2020 versus 14 en 2019) une part significative des offres publiques, avec plus de la moitié des opérations visées en 2020 (dont Ingenico et EasyVista).

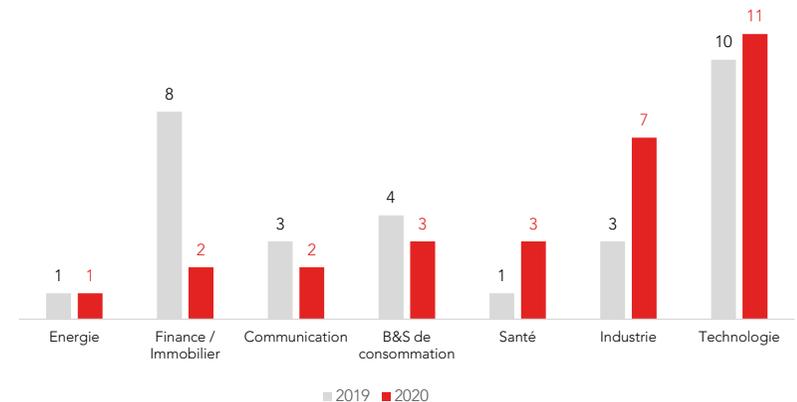
Dans une moindre mesure et dans l'ordre décroissant du nombre d'offres :

- 7 opérations ont concerné des **filères industrielles**, soit 4 opérations de plus qu'en 2019 ;
- 3 opérations ont porté sur le capital de sociétés de **biens et services de consommation**, soit 1 opération de moins qu'en 2019 ;
- 1 seule opération, comme en 2019, a visé le secteur de **l'énergie**.

Nombre d'offres publiques par secteur (1/2)



Nombre d'offres publiques par secteur (2/2)





IV. PRIMES OFFERTES

Primes offertes



De nombreux facteurs explicatifs du niveau des primes offertes

Les primes offertes dans le cadre des offres publiques ressortent à des niveaux hétérogènes en fonction des caractéristiques propres de chaque opération.

De nombreux facteurs permettent ainsi d'expliquer les niveaux de primes extériorisées par les prix d'offre, dont certains sont recensés ci-après.

-  **Contexte de marché et timing de l'opération**, l'initiateur ayant généralement le choix de la période à laquelle il lance son offre, à l'exception des offres dites obligatoires, qui résultent des franchissements de seuil.
-  **Profil de l'initiateur**, les investisseurs industriels, susceptibles par l'opération de bénéficier de **synergies**, ont tendance à proposer des primes plus importantes que les **investisseurs financiers**.
-  **Caractère stratégique ou défensif** de certaines opérations, impliquant de la part des initiateurs d'offrir un niveau de prime suffisamment élevé pour garantir le succès de l'offre, notamment en cas de **prise de contrôle**.
-  **Environnement concurrentiel**, un processus compétitif de cession, préalable au lancement d'une offre de fermeture, pouvant par exemple entraîner un phénomène d'enchères se répercutant sur le prix d'offre.
-  **Intention éventuelle de l'initiateur de procéder à un retrait obligatoire**, ne laissant pas la faculté à l'actionnaire minoritaire de rester au capital de la société cible.
-  **Contexte de rapprochement**, les **OPA qualifiées d'hostiles** conduisant habituellement à des niveaux de primes plus élevés que les **OPA amicales**.
-  **Accords connexes à l'offre**.

Nous recherchons, dans le présent chapitre, quels peuvent être les différents facteurs explicatifs des primes offertes par les initiateurs des offres publiques visées en 2020.

Primes offertes

Un maintien des primes dans un contexte de marché perturbé

Dans un contexte boursier fortement perturbé par la crise sanitaire, les offres publiques visées par l'AMF en 2020 font ressortir, par référence aux informations issues des rapports d'expertise indépendante, des **primes moyennes relativement stables par rapport à 2019²** :

- 21% par rapport au **dernier cours de bourse avant annonce** (versus 26% en 2019 et 18% en 2018) ;
- 29% par rapport au **cours de bourse en moyenne 3 mois³** (versus 27% en 2019 et 20% en 2018) ;
- 17% par rapport à la **valeur intrinsèque à dire d'expert indépendant** (versus 20% en 2019 et 14% en 2018).

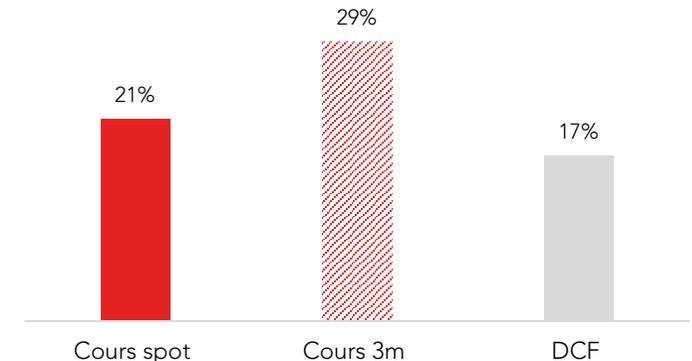
Cette apparente stabilité est toutefois à nuancer, dans la mesure où le niveau des primes offertes par les initiateurs a varié en fonction des **périodes de décision et d'annonce des opérations**, certaines offres ayant été amorcées avant le début de la crise sanitaire et s'étant dénouées *a posteriori*.

Les primes implicites sur les **25 opérations dénouées après le mois de mars**, au cours duquel est survenue la crise sanitaire, ressortent à un niveau sensiblement inférieur d'environ 10 points par rapport aux **4 opérations finalisées au cours du premier trimestre**.

² Afin d'aboutir à des chiffres pertinents, nous procédons à certains retraitements en excluant notamment les données extrêmes.

³ Ou 60 séances de bourse en fonction de l'information présentée par l'expert indépendant.

Primes offertes en 2020



À noter : les primes moyennes offertes sur les cours 3 mois sont habituellement plus élevées que les primes implicites calculées sur les cours spot avant annonce de l'opération.

Ce constat peut parfois s'expliquer par le **décalage entre la décision et l'annonce de l'opération**, les éventuelles rumeurs sur le marché avant l'annonce et l'intégration par le marché des effets de l'offre en cas d'intention de retrait obligatoire.

Primes offertes

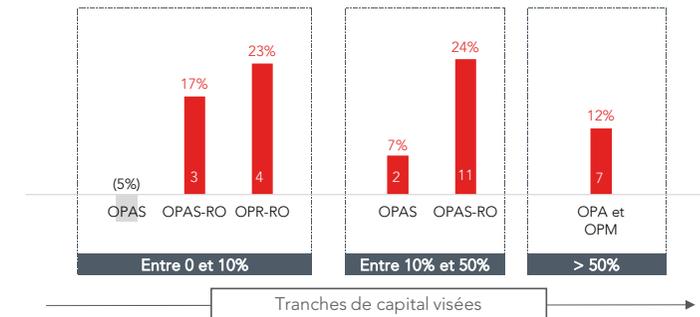
Analyse des primes en fonction de la nature de l'opération

Le niveau des primes observées, par référence aux valeurs intrinsèques déterminées par les experts indépendants, varie en fonction de la **nature des opérations**, du **cadre réglementaire** dans lequel elles s'inscrivent et du **pourcentage de capital visé**.

En 2020, nous relevons notamment que :

- › en l'absence d'intention de retrait, les primes sont d'autant plus élevées que le capital visé est conséquent :
 - **décote** pour les OPAS visant moins de 10% du capital, qui correspondent en 2020 à deux cas spécifiques (Agta Record et ECA) ;
 - **prime moyenne de 7%** pour les OPAS visant entre 10% et 50% du capital ;
 - **prime moyenne de 12%** pour les OPA / OPM visant plus de la moitié du capital des sociétés cibles.
- › les **procédures de retrait obligatoire** et les offres avec **intention de retrait obligatoire** extériorisent généralement les primes les plus importantes, avec une **prime moyenne de l'ordre de 20%** par rapport aux valeurs intrinsèques déterminées à dire d'expert, étant rappelé que la méthode DCF intègre en principe le potentiel de croissance et de création de valeur à long terme des sociétés cibles.

Prime sur la valorisation intrinsèque en fonction de la nature des opérations et du capital visé



À noter : à la différence des transactions sur le non coté, les opérations portant sur moins de 10% du capital intègrent généralement des **primes élevées** lorsque l'initiateur a l'intention de procéder au **retrait obligatoire**.

Les offres portant sur la majorité du capital, impliquant souvent une **prise de contrôle** de la société cible, comportent également une **prime significative** sur les valorisations intrinsèques à dire d'expert.

Primes offertes

Homogénéité des primes offertes par les investisseurs financiers et industriels

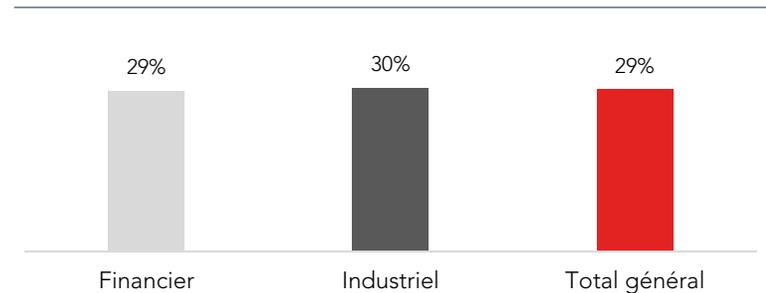
Pour mémoire, les investisseurs industriels avaient offert, en 2018 et en 2019, par référence au cours de bourse en moyenne 3 mois, des primes majorées respectivement de 6 et 4 points par rapport aux investisseurs financiers.

Ce constat n'est pas renouvelé en 2020, où la prime moyenne offerte par les investisseurs financiers et industriels, par référence au cours de bourse en moyenne 3 mois, ressort à un niveau comparable d'environ 30%.

L'absence de différentiel de prime moyenne en 2020 peut s'expliquer :

- › par le **manque de visibilité** des investisseurs industriels en cette période de crise et le **risque plus élevé de non-réalisation des synergies** économiques attendues à court terme et moyen terme ;
- › le **volume de liquidités dont disposent certains investisseurs financiers**, dont la participation aux offres publiques s'est renforcée au cours des dernières années ;
- › le **contexte** et la **nature des offres**, majoritairement initiées par un actionnaire détenant déjà le contrôle de la société cible.

*Prime sur le cours de bourse 3 mois
par type d'initiateur*



À noter : dans le prolongement de la tendance constatée en 2019, le pourcentage moyen de capital visé par les investisseurs financiers (39%) est supérieur de 10 points au pourcentage moyen de capital visé par les investisseurs industriels (29%).

Primes offertes

Incidence de la crise sanitaire sur les primes offertes

En raison de la crise sanitaire, certaines transactions et offres ont été décalées, voire annulées.

Entre mi-février et fin mai 2020, période de forte volatilité des marchés, aucune offre n'a été visée par l'AMF. L'essentiel des offres se sont par conséquent déroulées sur la seconde moitié de l'année 2020.

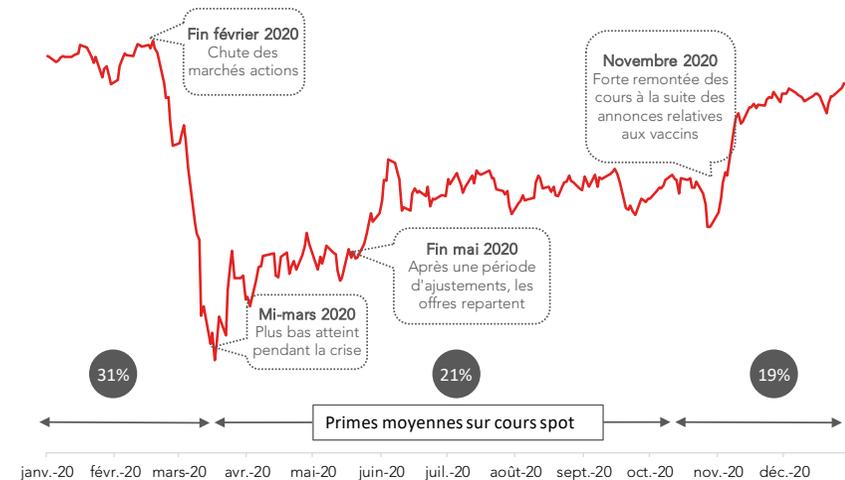
Sur les 25 offres visées depuis la survenance de la crise sanitaire, les primes moyennes sur le cours spot ont sensiblement diminué.

Ce constat doit cependant être nuancé, du fait notamment :

- › des décalages éventuels entre la date d'annonce des opérations et la date de dépôt des offres, qui ont pu intervenir dans des contextes de marché très différents ;
- › de la plus forte incertitude entourant les projections des sociétés cibles, impliquant un risque de non-exécution des plans d'affaires plus élevé ;
- › de la forte variation des cours.

La baisse des primes moyennes offertes sur le cours spot entre le début et la fin de l'année 2020 est d'environ 10 points.

Évolution des primes sur les cours spot en 2020



À noter : sur l'ensemble des opérations visées à partir du mois de mai 2020, seule la moitié des plans d'affaires ont fait l'objet d'une révision par la direction des sociétés cibles.

Les experts indépendants ont toutefois apprécié le niveau de risque attaché aux prévisions qui leur étaient transmises et ont pu, dans certains cas, ajuster les hypothèses ou les paramètres d'évaluation.



V. IMPACT DE LA MISE EN PLACE DE LA NORME IFRS 16

Impact de la mise en place de la norme IFRS 16



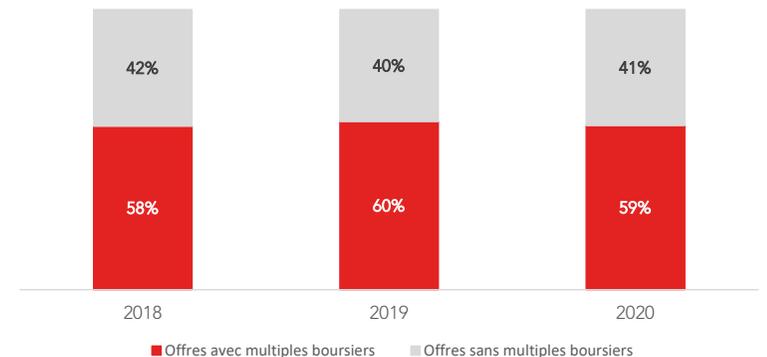
Poursuite de la mise en œuvre par les experts indépendants des méthodes analogiques

Nous avons examiné les **méthodes d'évaluation retenues par les experts indépendants** pour émettre leurs avis sur les **offres publiques des trois dernières années**, afin d'identifier les éventuels changements intervenus depuis l'entrée en vigueur de la norme IFRS 16 « Contrats de location » qui uniformise le traitement des contrats de location simple et celui des contrats de location-financement.

Nous relevons que :

- > la **méthode des multiples boursiers a été utilisée de façon constante** au cours de ces trois années, et ce malgré les biais éventuels que la norme IFRS 16 est susceptible d'introduire dans les panels de comparables boursiers ;
- > le **choix des différents agrégats** dans la mise en place des méthodes de valorisation analogiques (chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, résultat net) est resté stable en 2020 par rapport aux années antérieures ;
- > afin d'améliorer la fiabilité des résultats, les experts indépendants ont procédé à certains **retraitements pour harmoniser les agrégats**.

Choix de la méthode des multiples



À noter : la norme IFRS 16 « Contrats de location », entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2019, est susceptible de modifier les principaux agrégats entrant dans la valorisation des sociétés cibles, au niveau à la fois de leur bilan et de leur compte de résultat. L'application de la norme IFRS 16 a conduit les praticiens (analystes, experts indépendants, établissements présentateurs,...) à procéder à des retraitements pour appliquer les méthodes d'évaluation analogiques.



VI. PARAMÈTRES FINANCIERS

Paramètres financiers



Des taux de croissance à long terme en ligne avec les perspectives d'inflation

La comparaison des taux de croissance perpétuelle retenus en DCF respectivement par les experts indépendants et les établissements présentateurs pour le calcul, au-delà de la période explicite de prévisions, de la valeur terminale, met en évidence un consensus, tant dans l'approche méthodologique que dans le quantum.

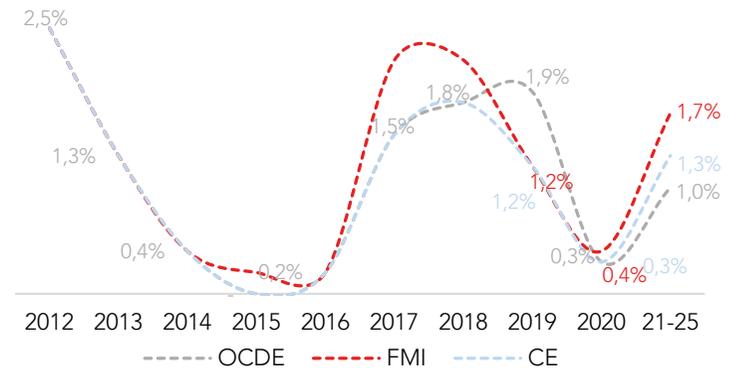
La croissance subséquente au flux normatif est réputée, **à volume de marché constant, assimilable à l'inflation.**

Les taux de croissance peuvent ainsi être rapprochés des **prévisions d'inflation à long terme.**

En 2020, les experts indépendants et les établissements présentateurs ont retenu, en moyenne, un taux de croissance à l'infini de **1,7%**

Le taux de croissance perpétuelle varie toutefois en fonction de nombreux facteurs, dont les zones géographiques d'implantation, les tendances de marché ou encore le caractère plus ou moins cyclique des activités de la société cible.

Évolution de l'inflation (Zone Euro)



À noter : lorsque les entreprises cibles bénéficient de fortes perspectives de croissance au-delà de l'horizon explicite des prévisions, les experts indépendants procèdent habituellement à une extrapolation des données prévisionnelles.

Pour le calcul de la valeur terminale, il est d'usage de considérer que la croissance des flux de trésorerie repose sur l'inflation attendue à très long terme, en lien avec les paramètres d'actualisation retenus.

Paramètres financiers



Analyse du rendement de marché et des taux d'actualisation

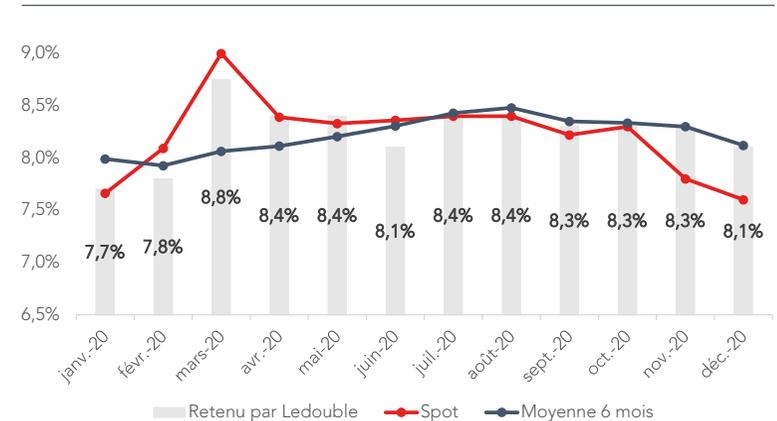
Le modèle développé en interne par Ledouble consiste à estimer le rendement de marché à partir des cours des sociétés cotées et des consensus d'analystes publiés par *Bloomberg*.

Après un **pic observé au plus fort de la chute des indices actions** (9,0% à fin mars 2020), le rendement de marché s'est stabilisé et a rejoint à la **fin du troisième trimestre 2020 un niveau proche de celui d'avant crise**.

Depuis le mois de novembre 2020 et les **annonces relatives aux vaccins**, la forte hausse des cours, en partie décorrélée de la révision des perspectives par les analystes, a entraîné une **baisse du rendement de marché**.

Ce constat est toutefois à nuancer dans un contexte de marché fortement perturbé, qui conduit Ledouble à privilégier une moyenne mobile afin d'atténuer l'**impact de la volatilité** et des **décalages entre les variations de cours et les révisions des consensus**.

Rendement de marché Ledouble



À noter : le rendement de marché médian retenu par les experts indépendants ressort en 2020 à **7,7%**.

La comparaison des taux d'actualisation retenus par les experts indépendants, d'une part, et par les établissements présentateurs, d'autre part, montre que ces derniers ont tendance à retenir des taux plus élevés et intègrent plus souvent que les experts des primes spécifiques venant majorer le taux final.



VII. ACCORDS CONNEXES

Accords connexes

Des accords connexes proches de leur pic historique

En 2020, 69% des offres publiques ont été associées à des accords et opérations considérés comme connexes (20 opérations sur 29), par référence aux avis rendus à ce titre par les experts indépendants dans leurs rapports.

La proportion d'offres assorties d'accords connexes, par rapport au nombre total d'offres, est en hausse en 2020 en comparaison des deux dernières années et rejoint son plus haut niveau (71% en 2017).

D'une manière générale, les offres initiées par des investisseurs financiers, dont la part relative progresse par rapport aux investisseurs industriels, présentent davantage d'accords connexes que celles initiées par des investisseurs industriels.

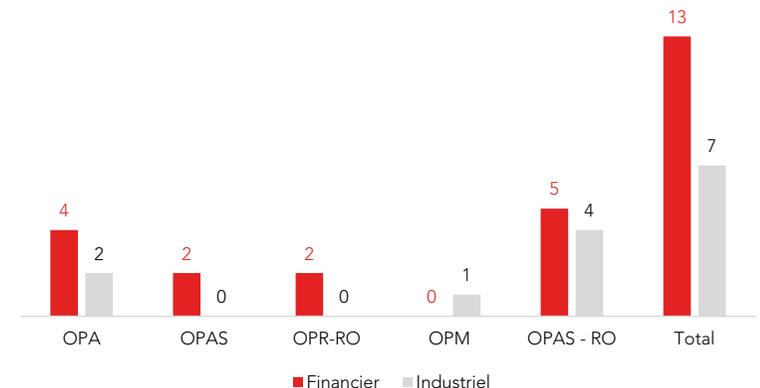
Les 20 opérations concernées en 2020 par l'existence d'accords connexes sont :

- > 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 2020 (6 OPA et 11 OPAS sur 20 opérations) ;
- > des opérations conclues majoritairement par les investisseurs financiers (13 opérations sur 20) par rapport aux investisseurs industriels dont la présence est observée principalement sur les OPAS-RO (4 opérations sur 20).

Nombre d'offres incluant des accords connexes



Nombre d'offres incluant des accords connexes par nature et profil d'initiateur





VIII. 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 les retraits obligatoires doivent faire l'objet d'une expertise indépendante, dans le cadre de l'article [261-1](#) I et II du règlement général de l'AMF, de l'instruction AMF n°[2006-07](#) « Offres publiques d'acquisition », de l'instruction AMF n°[2006-08](#) « Expertise indépendante » et de la recommandation AMF n°[2006-15](#) « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

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, qui font l'objet d'une étude distincte de Ledouble⁴ ;
- effectuées conformément à la position-recommandation DOC-[2015-05](#) de l'AMF sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs des sociétés cotées ou au « Guide sur les programmes de rachat et les mesures de stabilisation » DOC-[2017-04](#) de l'AMF dans le cas d'acquisitions de blocs auprès d'un actionnaire majoritaire ou significatif.

⁴ Ledouble, « Opérations de restructuration, De l'utilité de l'expertise indépendante », [janvier 2021](#).

Les sources réglementaires



Sous l'impulsion de la loi Pacte⁵ promulguée en mai 2019 et de l'abaissement du seuil de retrait obligatoire de 95% à 90% du capital et des droits de vote de la société visée par l'offre, 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 18 propositions ont été soumises à une consultation publique⁶ en septembre 2019.

Le document⁷ mis en ligne sur le site de l'AMF en février 2020 présente une synthèse des réponses reçues et des décisions rendues par l'AMF suite à la consultation publique, ainsi que des modifications réglementaires⁸ qui s'en sont suivies, en particulier sur :

- le rôle primordial des organes sociaux de la société cible dans le processus d'offre publique ;
- la mise en place par la gouvernance d'un dispositif renforcé de prévention des conflits d'intérêts ;
- la teneur de l'information fournie au public sur les travaux des organes sociaux et des experts indépendants ;
- la facilitation du contact entre la société cible et ses actionnaires via l'expert indépendant et l'AMF.

⁵ Article 75 I de la loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises.

⁶ Rapport du groupe de travail de l'AMF « Les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques », [septembre 2019](#), 34 p. (hors annexes).

⁷ Retour de la consultation publique sur un projet de modification de la réglementation à la suite du rapport du groupe de travail sur le retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques », [10 février 2020](#), 13 p.

⁸ Cretté O., « Les nouvelles obligations réglementaires dans les OPA, *Les enjeux pour la gouvernance et le DAF* », Finance & Gestion, n°383, [octobre 2020](#), pp. 37-41.

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 notamment à l'alinéa 10 de l'article 3 « Rapport d'expertise » de la recommandation AMF n°[2006-15](#), « lorsque l'expert indépendant reçoit des observations écrites d'actionnaires concernant sa mission dans les conditions précisées par l'article 1^{er} de l'instruction AMF DOC-2006-07 sur les offres publiques d'acquisition, il présente, dans un chapitre dédié de son rapport, les principaux arguments développés dans ces observations, ainsi que son analyse et son appréciation. Il indique, le cas échéant, les raisons pour lesquelles il a, ou non, tenu compte de ces observations dans ses travaux ». Cette pratique vise à 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.

En application de l'article [262-1](#) II complété par l'article 3 de l'instruction AMF n°[2006-07](#) et de l'article [231-26](#) I du règlement général de l'AMF, le délai dont dispose l'expert indépendant pour émettre son rapport ne peut être inférieur à vingt jours de négociation à compter de la réception des principaux documents qu'il estime nécessaires à l'élaboration de sa mission.

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) ou 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 :

1. - 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 4 :

« Lorsqu'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 du règlement général de l'AMF), ou des opérations connexes à l'offre (4° alinéa de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF), 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 indépendants⁹ ; 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.

⁹ APEI, « Réflexions sur les accords et opérations connexes », [13 octobre 2014](#).

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° du règlement général de l'AMF ; 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.

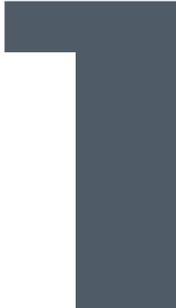
À titre indicatif, notre nomenclature détaillée des accords connexes se décline selon la typologie suivante¹⁰ :

- > a) constitution de blocs ;
- > b) renforcement de la participation de l'initiateur ;
- > c) complément de prix ;
- > d) accords spécifiques avec le *management* ;
- > e) réorganisation préalable ou postérieure à l'offre ;
- > f) avances consenties à la cible ou à l'initiateur ;
- > g) engagements de liquidité ;
- > h) organisation de la gouvernance ;
- > i) clauses de réinvestissement ;
- > j) autres accords.

¹⁰ Ledouble, « [Accords et opérations connexes](#) ».



IX. ANNEXES

- 
- Annexe 1 Synthèse des opérations visées par l'AMF en 2020
 - Annexe 2 Classification des offres publiques par secteur en 2020
 - 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 1 : Synthèse des opérations visées par l'AMF en 2020



Offres 2020

N°	Date visa AMF	Cible	Initiateur	Profil de l'initiateur	Type d'offre	Accords connexes
1	07/01/2020	Traqueur	Coyotte	Industriel	OPAS - RO	
2	04/02/2020	OENEO	Caspar SAS	Financier	OPAS - RO	✓
3	04/02/2020	Weborama	Startup Avenue	Industriel	OPAS - RO	✓
4	18/02/2020	Brasseries du Cameroun	Société des Brasseries et Glacières Internationales	Industriel	OPAS - RO	✓
5	26/05/2020	April	Andromeda Investissements SAS	Financier	OPR-RO	✓
6	26/05/2020	Blue Solutions	Bolloré	Financier	OPAS - RO	✓
7	26/05/2020	Business&Decision	Orange Business Services	Industriel	OPR-RO	
8	23/06/2020	Dedalus	Dedalus Italia	Industriel	OPAS - RO	
9	23/06/2020	Harvest	Winnipeg Participations	Financier	OPR-RO	✓
10	21/07/2020	Evergreen SA	Evergreen SAS	Financier	OPAS	✓
11	28/07/2020	Ingenico	Worldline	Industriel	OPM	✓
12	28/07/2020	Mediawan	BidCo Breteuil	Financier	OPA	✓
13	15/09/2020	IntegraGen	OncoDNA	Industriel	OPA	✓
14	15/09/2020	Agta Record	Assa Abloy Euro Holding AB	Industriel	OPAS	
15	29/09/2020	Medicrea International	Covidien Group S.à.r.l.	Industriel	OPA	✓
16	13/10/2020	Devoteam	Castillon SAS	Financier	OPA	✓
17	13/10/2020	Antalis	Kokusai Pulp & Paper Co., Ltd	Industriel	OPAS - RO	
18	13/10/2020	ECA	ECA	Industriel	OPAS	
19	27/10/2020	Sodifrance	Sopra Steria	Industriel	OPAS - RO	
20	27/10/2020	Le Bélier	Wencan Holding (France) SAS	Industriel	OPAS - RO	✓
21	10/11/2020	Groupe Open	New Go	Financier	OPA	✓
22	10/11/2020	Horizontal Software	HSW Développement	Financier	OPAS - RO	✓
23	10/11/2020	Lafuma	Calida Holding AG	Industriel	OPR-RO	
24	24/11/2020	Advenis	Inovalis	Financier	OPAS - RO	✓
25	24/11/2020	Envea	Envea Global	Financier	OPAS	✓
26	24/11/2020	Genkyotex	Calliditas Therapeutics	Industriel	OPAS - RO	✓
27	08/12/2020	Mint	Mercure Energie	Financier	OPA	✓
28	08/12/2020	Anevia	Ateme	Industriel	OPAS - RO	
29	18/12/2020	Easyvista	Easyvista Holding	Financier	OPAS - RO	✓

Source : Notes d'information et notes en réponse des sociétés cibles (2020)

Annexe 2 : Classification des offres publiques par secteur en 2020



Secteurs d'activité des sociétés cibles

Secteur d'activité	Société	Activité
Biens et Services de consommation	Brasseries du Cameroun	Production et commercialisation de bières et de boissons gazeuses non alcoolisées
	Evergreen SA	« Coquille » sans activité
Communication	Antalis	Distribution de papiers, de produits d'emballages et de communication visuelle
	Weborama	Services de marketing et de publicité sur Internet
Finance / Immobilier	Mediawan	Plateforme dédiée à l'audiovisuel
	April	Assurance et courtage en assurance
Industrie	Advenis	Conception de produits d'investissements immobiliers, conseil en gestion de patrimoine et gestion d'actifs immobiliers
	Blue Solutions	Production de voitures et batteries électriques
	OENEO	Production et commercialisation de vin
	Traqueur	Production et commercialisation de solutions de localisation
	Agta Record	Solutions d'ouverture de portes
	Le Bélier	Développement, production et vente de pièces manufacturées en aluminium à destination du marché automobile
	Lafuma	Conception, fabrication et commercialisation de produits d'habillement et d'équipement outdoor
Santé	Envea	Fabrication de solutions de mesures de pointe pour les industries, les laboratoires et les institutions gouvernementales
	IntegraGen	Analyses génomiques
Technologie	Medicrea International	Conception, développement, fabrication, distribution d'implants orthopédiques dédiés à la chirurgie rachidienne
	Genkyotex	Leader des thérapies NOX biopharmaceutiques
	Business&Decision	Consulting et intégration de systèmes (Business Intelligence, Customer Relationship Management, e-business)
	Dedalus	Edition de solutions logicielles et fourniture de services pour le secteur de la santé
	Harvest	Edition de logiciels pour les métiers du conseil financier et patrimonial
	Ingenico	Solutions de paiement
	Devoteam	Conseil en technologies innovantes et management
	ECA	Solutions technologiques dans la robotique, les systèmes automatisés et la simulation des processus industriels
	Sodifrance	Solutions d'optimisation, de modernisation des systèmes d'information, de transformation digitale et de gestion de données
	Groupe Open	Transformation IT et digitale, prestations de conseil, d'expertises technologiques et industrialisation des applications
Energie	Horizontal Software	Edition de logiciels pour la gestion des ressources humaines
	Anevia	Edition de logiciels pour la distribution en OTT et IPTV de la télévision et de la vidéo en direct
	Easyvista	Edition de solutions destinées à automatiser la gestion des services délivrés aux collaborateurs et clients
	Mint	Marché résidentiel de la fourniture d'électricité

Source : Notes d'information et notes en réponse des sociétés cibles (2020)

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 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).
- OPR¹¹** 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 : changement de forme juridique de la société tel que le 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, mais pourrait également, par extension, 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 (article [237-1](#) du règlement général de l'AMF) ; 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 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'État ou d'entreprises notées AAA¹².

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.

¹² Note maximale qu'un État ou qu'une entreprise puisse obtenir auprès d'une agence de notation.

Annexe 6 : Modèle Ledouble



Méthodologie

Le modèle développé en interne par Ledouble consiste 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.

Nous avons développé un modèle d'estimation du rendement de marché basé sur l'actualisation des **résultats nets futurs** des sociétés incluses dans l'indice boursier *CAC All Tradable*, en excluant les sociétés intervenant sur les secteurs bancaire, assurance, immobilier.

Le rendement Ledouble

Notre modèle fournit une estimation du **rendement de marché français** et est actualisé mensuellement.



X. *DISCLAIMER*, CONTACTS ET LIENS UTILES

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.

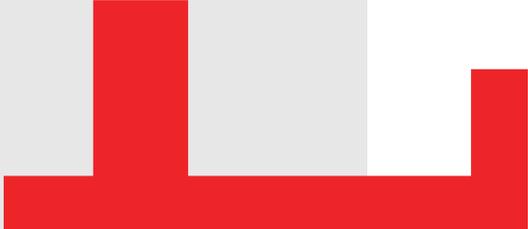
La retranscription, l'analyse et l'interprétation de ces informations dans le présent document ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité de Ledouble.

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
Tél. 01 43 12 84 85
info@ledouble.fr

WWW.LEDOUBLE.FR

