ANALYSE DES OFFRES PUBLIQUES 2018

6ÈME 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. ANNEXES

IX. DISCLAIMER, CONTACTS ET LIENS UTILES

I. PRÉAMBULE

Contexte

Ledouble a réalisé pour la sixième année consécutive son étude des offres publiques sur le marché français, et a le plaisir de la présenter ci-après au titre de 2018.

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 en examinant les contours, la typologie et les tendances.

Les informations exploitées au titre de 2018 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

Ledouble

Glossaire

AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANR	Actif Net Réévalué
APEI	Association Professionnelle des Experts Indépendants
BCE	Bon de Créateur d'Entreprise
BSA	Bon de Souscription d'Action
BSAR	Bon de Souscription d'Action Remboursable
BSPCE	Bon de Souscription de Parts de Créateur d'Entreprise
CAC All Tradable	ex SBF 250
CE	Commission Européenne
CMPC	Coût Moyen Pondéré du Capital
CoC	*Cost of Capital* (coût du capital)
DCF	*Discounted Cash Flow* (actualisation des flux prévisionnels de trésorerie)
DFCG	Association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion
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
OPA / OPE	Offre mixte OPA / OPE
OPAS / OPES	Offre mixte OPAS / OPES
OPR	Offre Publique de Retrait
OPRA	Offre Publique de Rachat d'Actions
OPR-RO	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
ORA	Obligation Remboursable en Actions
ORANE	Obligation à option de Remboursement en Actions ou en Numéraire
PEE	Plan d'Épargne d'Entreprise
RO	Retrait Obligatoire
RSU	*Restricted Stock Units*
SFAF	Société Française des Analystes Financiers
SFEV	Société Française des Évaluateurs
TRI	Taux de Rendement Interne
WACC	*Weighted Average Cost of Capital* (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 2018.

- L'année 2018 marque **une rupture dans la tendance haussière** du nombre d'offres observée en 2016 et 2017, associée à **un niveau faible de capital visé :**
  - **24 opérations ont été visées par l'AMF en 2018 (dont 2 opérations réitératives[1]),** soit **un retrait significatif de l'ordre de 40%** par rapport au niveau constaté en 2016 (39 opérations) et 2017 (41 opérations) ; à titre indicatif, le **nombre d'opérations recensées en 2018 est au niveau le plus bas observé depuis 2009** ;
  - en majorité, les opérations revêtent un **caractère économique,** avec une dominante OPAS, et ont été **initiées par des industriels,** dans le **secteur non financier (offres « amicales »)** ;
  - plus de **90%** des opérations (22 sur 24) ont visé **moins de la moitié du capital** des sociétés cibles.

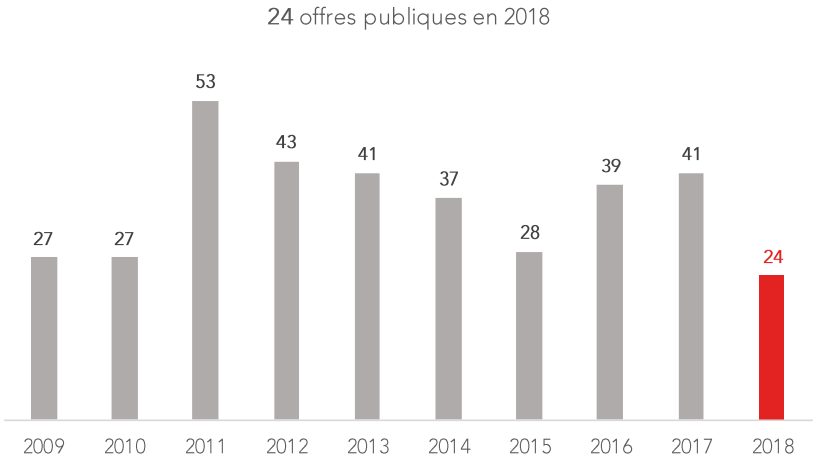
- **Le niveau de prime moyen sur les cours de bourse spot** (*i.e.* à l'annonce de l'opération) et **3 mois**, de l'ordre respectivement de **18%** et **20% en 2018**, est en **retrait** par rapport à celui constaté :
  - en 2017 (de l'ordre respectivement de 23% et 26 %) ;
  - en 2016 (de l'ordre respectivement de 37% et 36%).

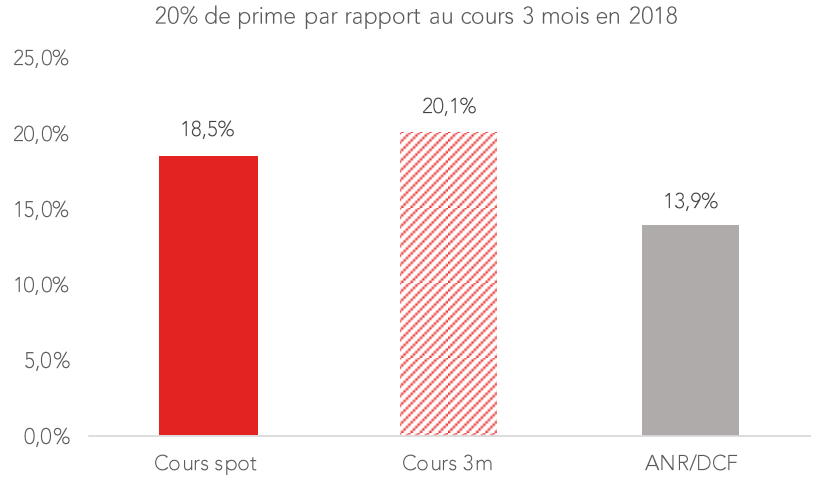
- Dans le prolongement des constats des années précédentes, le niveau des primes offertes en 2018 est en moyenne plus élevé sur les opérations initiées par des industriels ; par référence au cours de bourse 3 mois, **la prime moyenne** des opérations initiées par des **industriels** (22%) est **supérieure** à celle proposée par des **financiers** (16%).

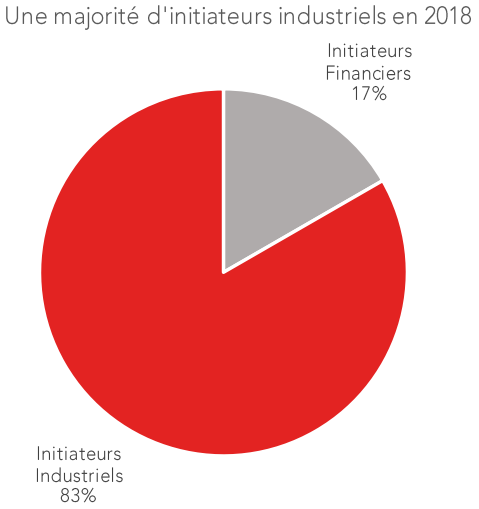
- La présence fréquente d'**accords connexes** dans les offres publiques se confirme.

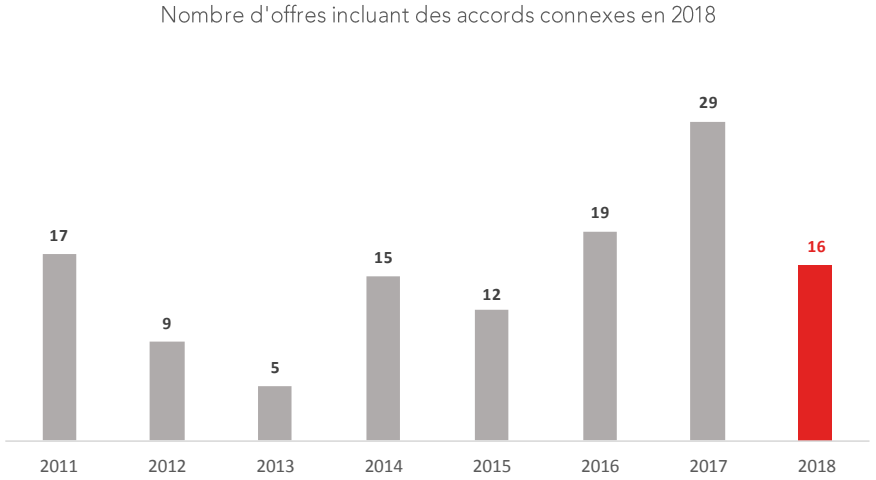
[1] Euler Hermes et Aufeminin, ayant fait l'objet d'une seconde offre en vue d'un retrait obligatoire.

Chiffres clés 2018









Ledouble

III. PANORAMA DES OPÉRATIONS

Un nombre d'offres en fort recul à un niveau historiquement bas

En 2018, 24 offres publiques ont obtenu le visa de l'AMF :

- l'OPAS déposée en décembre 2017 par Allianz sur les titres **Euler Hermes** a été visée en janvier 2018, suivie d'une OPAS-RO visée en avril 2018 ;
- TF1 a déposé sur les titres **Aufeminin** une OPAS (mai 2018) puis une OPR-RO (octobre 2018) ;
- **A2micile** et **Vexim** ont fait l'objet d'OPR-RO (mars 2018) suite à des OPAS initiées et visées en 2017.

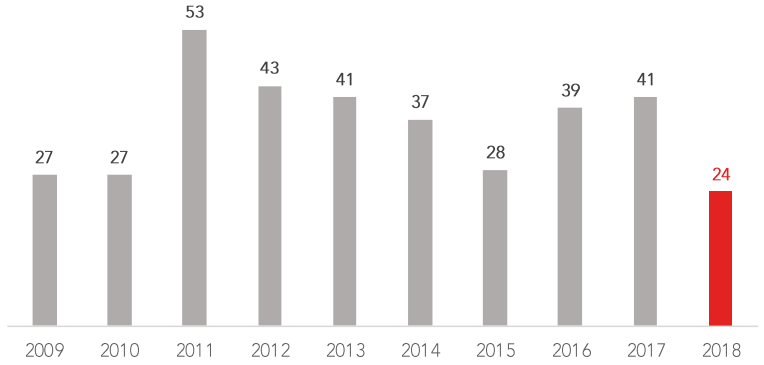
Ce volume, en recul par rapport aux deux années précédentes, se situe en deçà des niveaux observés dans la mouvance de la dernière crise financière (27 opérations en 2009 et 2010).

Les sociétés visées par les offres en 2018 affichent une **valorisation globale de 18 Md€** (*versus* 110 Md€ en 2017) ; 3 sociétés affichent une valorisation d'au moins 1 Md€ en 2018 (*versus* 10 sociétés en 2017).

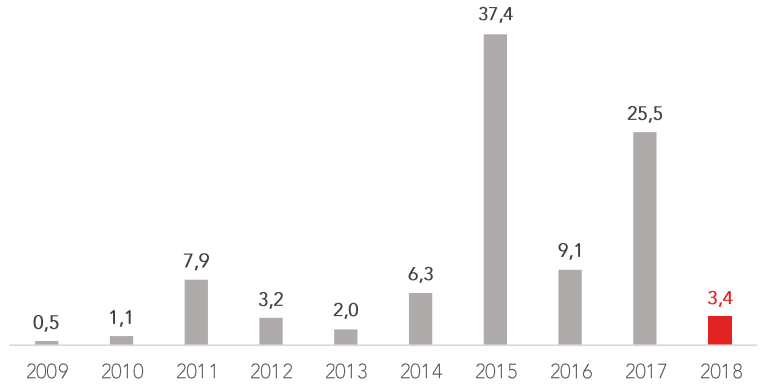
Les 24 offres publiques recensées en 2018 se sont traduites par un **capital visé de 3,4 Md€** (*versus* 25,5 Md€ en 2017) dont plus de **70%** sont portés par les opérations Euler Hermes, Naturex et Direct Energie.

Hors prise en compte des deux opérations de RO intervenues suite à une première offre en 2018 (Euler Hermes et Aufeminin), la valorisation globale des 22 sociétés cibles en 2018 ressort à 12,5 Md€ pour 3,1 Md€ de capital visé.

24 offres publiques en 2018



3,4 Md€ de capital visé en 2018



Ledouble

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

Plus de 90% des opérations 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 influer sur la nature et la qualification de l'opération. Il s'agit en l'occurrence d'**offres « amicales »**.

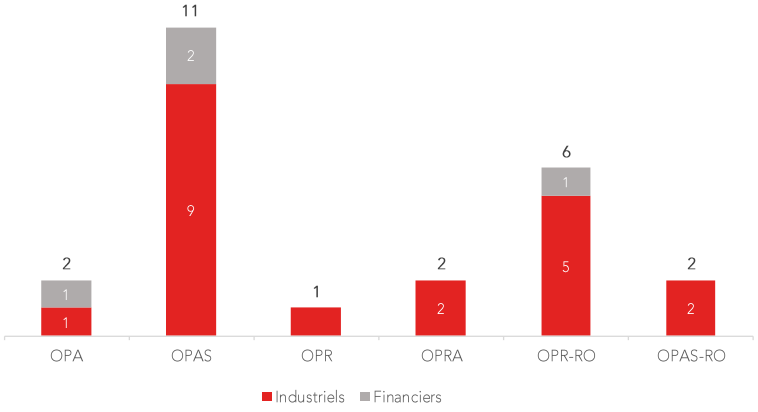
46% des opérations analysées ont permis le renforcement d'une participation (11 OPAS en 2018 en recul par rapport aux années précédentes) et ;

46% des opérations (11 sur 24 au total) ont été réalisées pour des raisons « techniques », liées à un retrait de cote ou à un rachat d'actions :

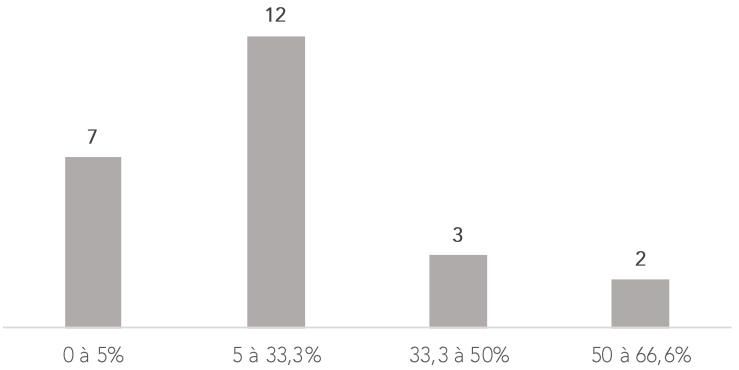
- **9 opérations** (A2micile, Aufeminin, CPCU, Direct Energie, Euler Hermes, GFI Informatique, Heurtey Petrochem, Spir Communication, Vexim) **avaient pour objectif le retrait de cote** (OPR, OPR-RO, OPAS-RO) ; en définitive, **10 sociétés ont été retirées de la cote** suite à des offres publiques initiées en 2018 ;
- **2 opérations** (Afone Participations et Dom Security) **ont concerné des rachats d'actions** visant à redistribuer une partie de la trésorerie aux actionnaires (OPRA).

Les opérations initiées par des acteurs industriels se sont renforcées en part relative sur l'ensemble des offres (20 opérations sur 24 au total en 2018 *versus* 26 opérations sur 41 au total en 2017).

Nombre d'offres publiques par nature et type d'initiateurs en 2018



Nombre d'offres publiques en fonction du % visé



Des offres visant surtout le secteur non financier

Avec 20 opérations sur un total de 24, **les offres intervenues dans les secteurs hors Finance/Immobilier prédominent** en 2018.

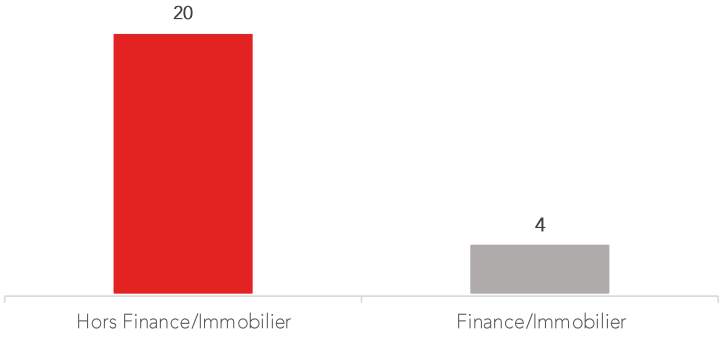
En 2018, les offres catégorisées par secteur selon une typologie sectorielle courante (*Bloomberg*) ont visé, hors secteur Finance/Immobilier :

- pour une grande partie des sociétés opérant dans les **Biens et services de consommation non cyclique** (7 opérations) et **Communication** (6 opérations) ; et
- dans une moindre mesure les secteurs **Énergie** (3 opérations), **Technologie** (2 opérations), **Biens et services de consommation cyclique** (1 opération) et **Industrie** (1 opération).

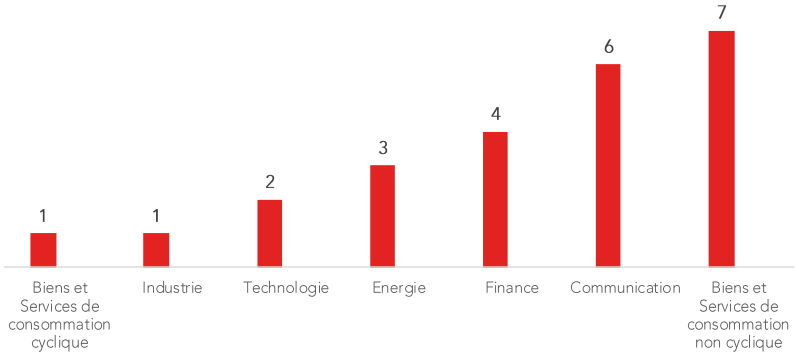
À la différence des années précédentes, aucune opération n'a concerné en tant que tel le secteur **Immobilier** en 2018 (pour mémoire, la Compagnie Foncière Internationale (CFI) n'exerçait plus d'activité) .

À l'exception de l'offre initiée par Amboise sur les titres Altamir (OPA), les autres opérations du secteur Finance ont été initiées par des industriels.

Nombre d'offres publiques par secteur



Nombre d'offres publiques par secteur



IV. PRIMES OFFERTES

Des primes sur le cours de bourse en repli

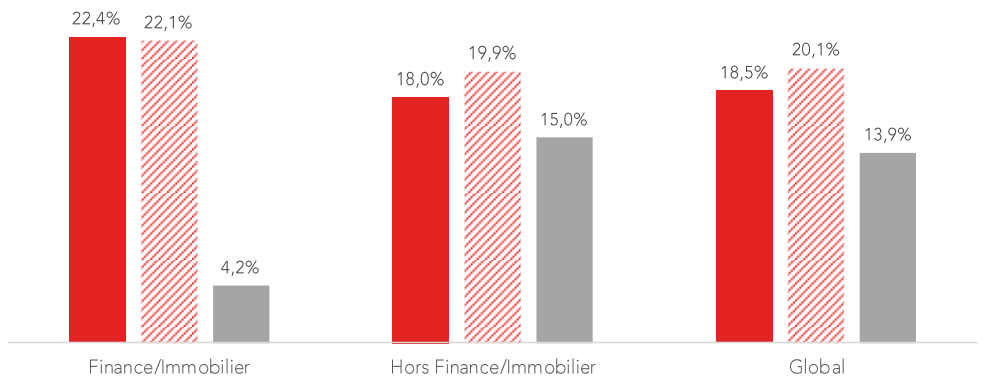
Dans un contexte boursier défavorable (-12% du CAC *All Tradable* en 2018), les offres publiques visées par l'AMF en 2018 font ressortir des **primes moyennes**[1] **en légère baisse** au regard des données observées en 2017 (hors extrêmes et cas particuliers[2] pour les cours de bourse (Compagnie Parisienne de Chauffage Urbain (CPCU), Compagnie Foncière Internationale (CFI), Spir Communication et TxCell) et pour les valeurs intrinsèques (CFI et Heurtey Petrochem) ; ces primes sont calculées sur 22 opérations *i.e.* hors réitérations en vue du RO :

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

Globalement, les prix d'offre extériorisent en 2018 des **primes moyennes sur le cours spot et sur le cours de bourse 3 mois supérieures à celles ressortant des approches de valorisation intrinsèque en** :

- **DCF pour les sociétés commerciales**, confirmant la faiblesse des cours 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) ;
- **ANR pour les sociétés financières**, au vu de la décote d'ANR affectée à ces entités en raison de leur activité (holding, gestion d'actifs,…). Dans des cas particuliers, cette méthode est également appliquée à des entités commerciales pour la revalorisation d'actifs incorporels ou financiers.

Primes offertes par secteur en 2018



[1] Médianes de 23% (spot), 23% (3 mois) et 10% (ANR/DCF).
[2] Méthode non retenue par l'expert indépendant.

Ledouble

Un complément de prime offert par les investisseurs industriels

Le constat général des offres visées par l'AMF en 2018, comme au titre des années précédentes, réside dans le complément de prime offert par les investisseurs **industriels** (22%) comparativement aux investisseurs **financiers** (16%) par référence au cours de bourse 3 mois.

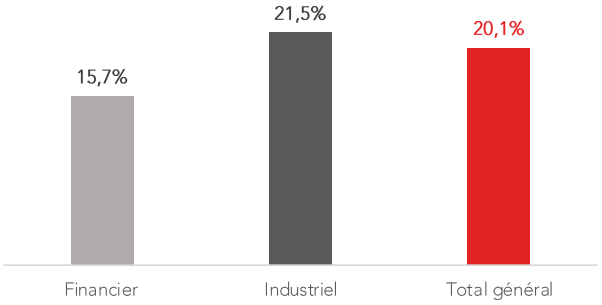
Ce surplus de prime peut s'expliquer par :

- un capital visé supérieur pour les investisseurs industriels comparativement aux investisseurs financiers en 2018 (22% *versus* 19%), cette tendance étant pérenne par rapport aux années précédentes ;
- la prise en compte de synergies économiques attendues par les investisseurs industriels que les investisseurs financiers ne recherchent pas nécessairement.

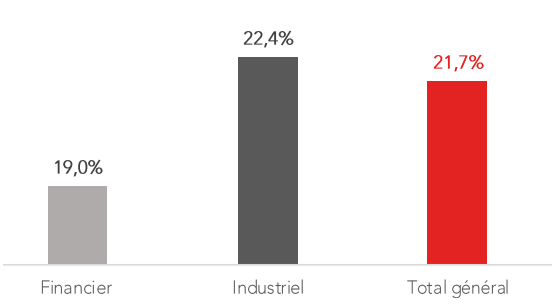
Peu d'opérations ont porté sur plus de 50% du capital des sociétés cibles (Altamir et Naturex) ; ces opérations extériorisent en moyenne une prime de l'ordre de **34%** en 2018 (*versus* une prime moyenne globale de 20%).

L'étroitesse de l'échantillon liée au nombre restreint d'offres publiques en 2018 ne permet cependant pas de conclure dans l'absolu sur le niveau de prime de contrôle applicable pour les opérations visant plus de 50% du capital des sociétés cibles ; pour cette même raison, nous ne présentons pas, pour 2018 et à la différence de nos études précédentes, les primes par nature d'opération (OPA, OPAS, OPRA, OPR, OPAS-RO, OPR-RO).

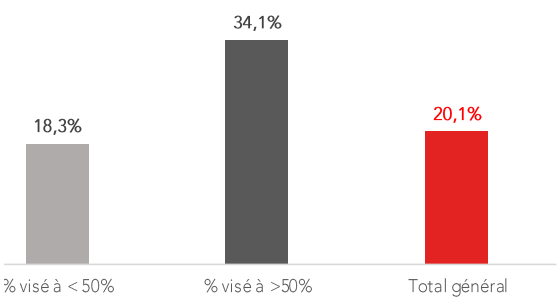
Prime par type d'initiateur (cours de bourse 3 mois)



% de capital visé par type d'initiateur



Prime selon le % de capital visé (cours de bourse 3 mois)



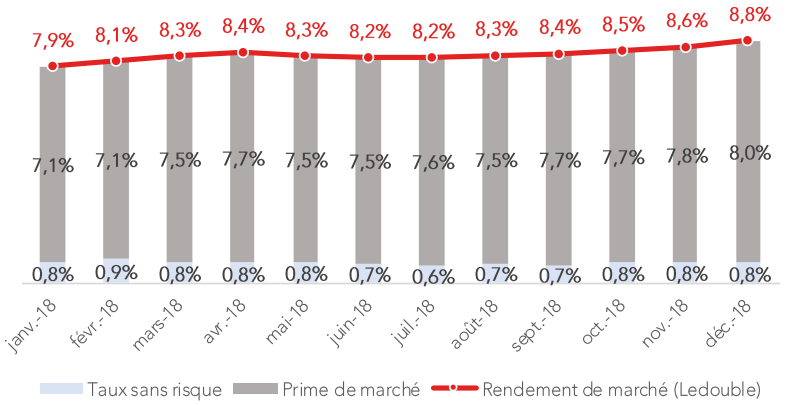
Ledouble

V. PARAMÈTRES FINANCIERS

Rendement de marché

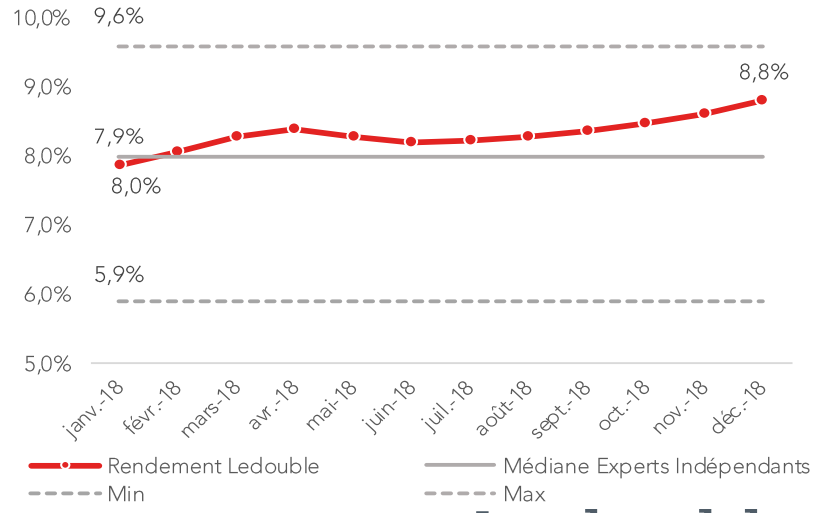
Par référence aux modèles développés par Ledouble, l'année 2018 se caractérise par **une progression du rendement de marché français (8,8%** en décembre 2018 *versus* 7,9% en janvier 2018) résultant de la combinaison des taux traditionnellement retenus pour estimer le « taux sans risque » et des primes de marché déterminées mensuellement.

Les principaux facteurs d'explication de cette tendance peuvent être reliés au retour de la volatilité sur les marchés boursiers ainsi qu'aux tensions économiques et géopolitiques.



À l'examen de leurs rapports, les experts indépendants ont retenu en 2018 des taux compris **entre 5,9% et 9,6%** avec un taux médian égal à **8,0%**, équivalent à celui constaté de 2015 et 2017, étant mentionné que :

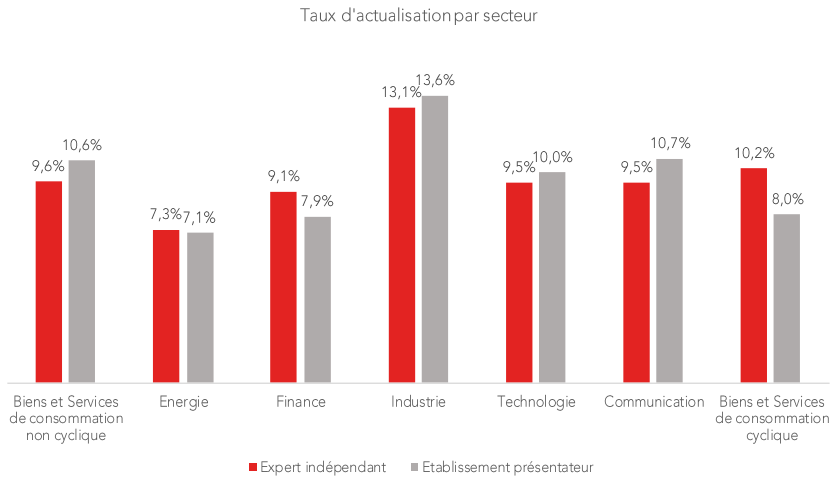
- l'utilisation de moyennes historiques par certains experts tend à atténuer les effets conjoncturels ;
- des biais méthodologiques sont possibles entre les différentes approches d'évaluation.



Ledouble

Taux d'actualisation

La comparaison des taux d'actualisation appliqués aux flux prévisionnels de trésorerie en valorisation intrinsèque (DCF), par les experts indépendants et les établissements présentateurs, remet en question, au moins pour certains secteurs, la présomption du recours à des taux d'actualisation moins élevés par les premiers comparativement aux seconds, eu égard à leur rôle respectif dans l'appréciation de la valorisation de la société cible pour le compte, d'une part, des actionnaires minoritaires et, d'autre part, de l'initiateur.



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.

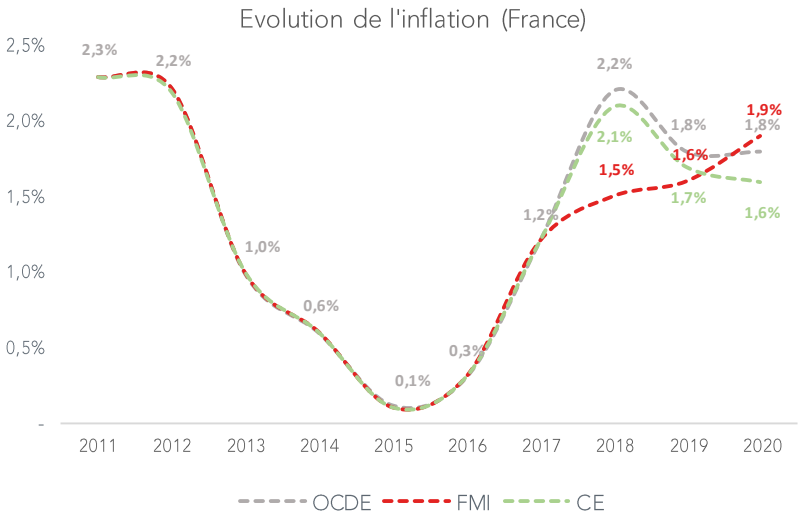
Ledouble

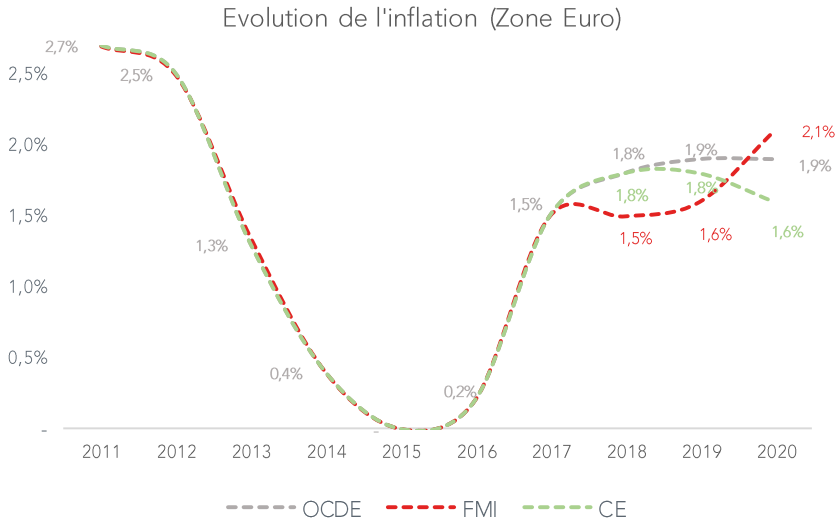
Taux de croissance

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 **1,8%** en 2018 *versus* 1,7% en 2017 pour les premiers et **1,7%** en 2018 *versus* 1,6% en 2017 pour les seconds).

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 :





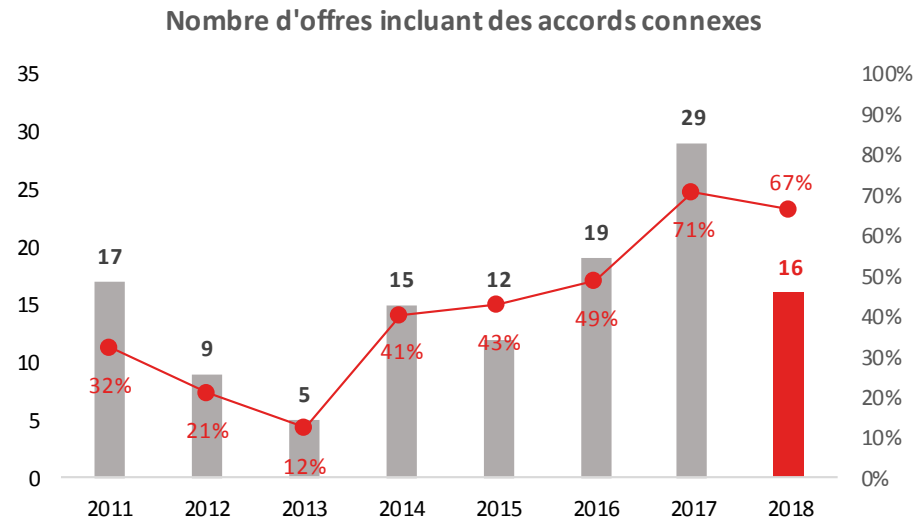
Ledouble

VI. ACCORDS CONNEXES

Une part importante d'accords connexes dans les offres publiques

En 2018, deux tiers des offres publiques ont été associées à des accords et opérations considérés comme connexes (16 sur 24 opérations), par référence aux avis rendus à ce titre par les experts indépendants dans leurs rapports ; la proportion est en légère baisse par rapport à 2017 (29 sur 41 opérations).

À titre illustratif, la présence d'accords connexes aux offres publiques a tendance à se renforcer depuis 2014.



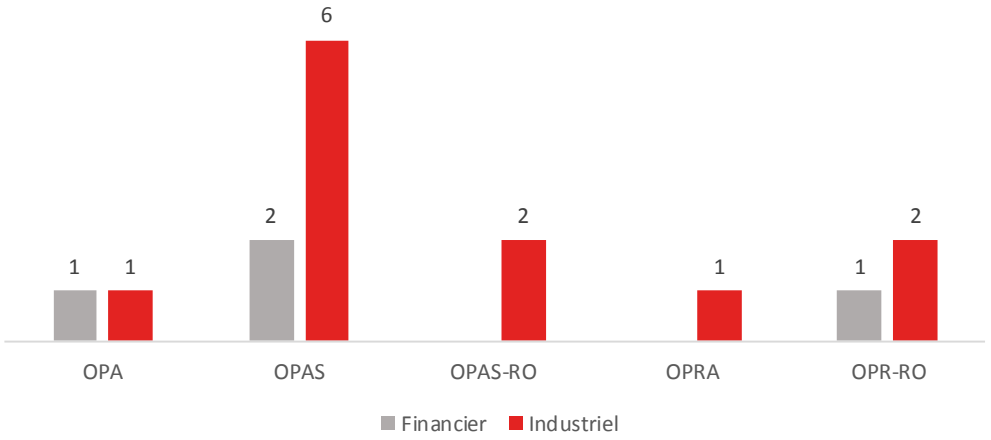
Ledouble

Des accords connexes diversifiés

Les accords connexes relatifs aux 16 opérations de 2018 concernées par leur existence portent sur :

- principalement des opérations d'achat (OPAS), ce qui apparaît cohérent avec la part relative de ces opérations dans le total des offres visées par l'AMF en 2018 (pour mémoire, 11 OPAS sur 24 opérations) ;
- des opérations portant majoritairement sur moins de 50% du capital des sociétés cibles, qui représentent également une part essentielle des offres visées par l'AMF en 2018 ;
- des opérations conclues majoritairement par des investisseurs industriels avec une présence accrue de ces derniers sur l'ensemble de ces accords (12 sur 16 opérations).

Nombre d'offres incluant des accords connexes par nature et type d'initiateurs

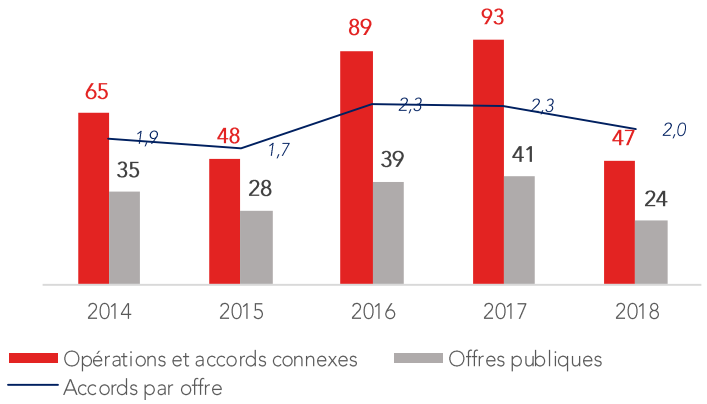


Les cas de figure les plus fréquents concernent principalement des **constitutions de blocs** (organisation d'un concert, engagement d'apport et de cession, augmentation de capital), des **réorganisations** (cession de filiales, opérations sur le capital, restructuration de la dette, transformation de la forme juridique) et des **engagements de liquidité** (sur les actions gratuites, actions de préférence, options de souscription d'actions), selon la typologie des accords et opérations connexes présentée ci-après.

Ledouble

Une part importante des constitutions de blocs et engagements de liquidité dans les accords connexes

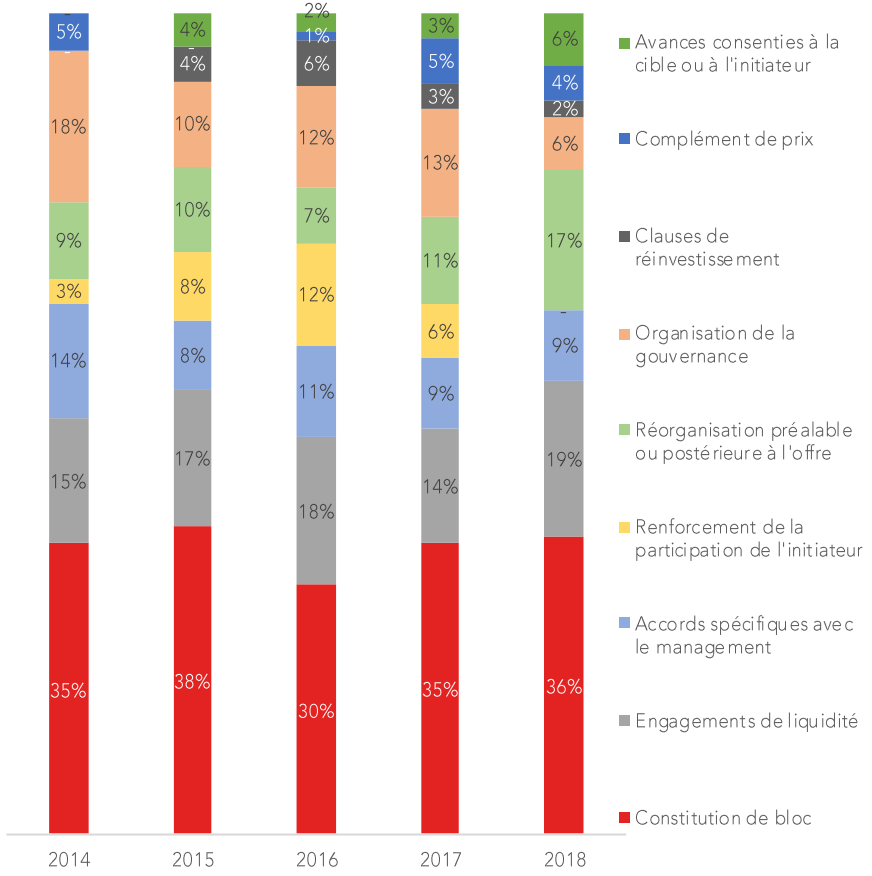
Nombre moyen d'accords et opérations connexes par offre depuis 2014



À titre illustratif de la fréquence renforcée des accords connexes depuis 2014 évoquée ci-avant, les offres visées par l'AMF depuis 2014 comportent en moyenne 2 accords ou opérations connexes. Les cas de figure les plus fréquents, selon notre nomenclature (**Annexe 7**), concernent en premier lieu la constitution de blocs suivie :

- des engagements/mécanismes de liquidité couplés à la présence éventuelle d'instruments donnant accès au capital de la cible ;
- des réorganisations préalables ou postérieures à l'offre ;
- des accords spécifiques impliquant le management de la cible.

Analyse de la nature des accords et opérations connexes



Ledouble

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.

En 2018, l'ensemble des opérations recensées ont donné lieu à la désignation d'un expert indépendant :

- deux tiers des expertises indépendantes visées par l'AMF en 2018 ont été réalisées par des membres de l'APEI ;
- **Ledouble**, membre de l'APEI, est intervenu dans **8 opérations** : A2micile, Altamir, Aufeminin (OPAS et OPR-RO), Baccarat, Business & Decision, Direct Energie, Spir Communication.

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[1]. 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 I 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.

[1] http://www.apei-experts.org/offres/doc_inline_src/809/APEI_Accords_connexes_15.04.15.pdf

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. 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 8	Composition de l'équipe Ledouble

Annexe 1 : Synthèse des opérations visées par l'AMF en 2018

	Date visa AMF	Société Cible	Société initiatrice	Type d'offre	Accords connexes
1	11/01/2018	Euler Hermes	Allianz	OPAS	✓
2	20/02/2018	Ses Imagotag	BOE	OPAS	✓
3	20/02/2018	Hubw oo	Perfect Commerce SA	OPAS	
4	05/04/2018	A2micile	VLC Holding	OPR-RO	✓
5	05/04/2018	Euler Hermes (RO)	Allianz	OPAS-RO	✓
6	05/04/2018	Vexim	Stryker	OPR-RO	
7	15/05/2018	CPCU	Engie Energie services et ville de Paris	OPR-RO	
8	29/05/2018	Electro Pow er System	Engie	OPAS	✓
9	12/06/2018	Aufeminin	TF1	OPAS	✓
10	12/06/2018	Compagnie Foncière Internationale	Apsys	OPAS	
11	26/06/2018	Business & Decision	Netw ork Related Services (Orange)	OPAS	✓
12	26/06/2018	Naturex	Givaudan	OPA	✓
13	10/07/2018	Afone Participations	Afone Participations	OPRA	✓
14	10/07/2018	Altamir	Amboise	OPA	✓
15	10/07/2018	Heurtey Petrochem	Axens	OPR-RO	
16	10/07/2018	Spir Communication	Sofiouest	OPR	
17	10/07/2018	Dom Security	Dom Security	OPRA	
18	24/07/2018	Direct Energie	Total	OPAS-RO	✓
19	16/10/2018	Aufeminin (RO)	TF1	OPR-RO	✓
20	30/10/2018	TxCell	Sangamo Therapeutics	OPAS	✓
21	27/11/2018	GFI Informatique	Mannai Corporation	OPR-RO	✓
22	11/12/2018	Baccarat	Fortune Legend Limited	OPAS	✓
23	20/12/2018	Serma Group	Financière WATT	OPAS	✓
24	20/12/2018	Malteries Franco-Belges	Malteries Soufflet	OPAS	

Annexe 2 : Classification des offres publiques par secteur en 2018

Secteur d'activité	Société Cible	Activité
Biens et Services de consommation cyclique	Baccarat	Produits en cristal haut-de-gamme
Biens et Services de consommation non cyclique	A2micile	Services à domicile
	Vexim	Produits et service médicaux
	Naturex	Production et distribution de biens naturels
	Dom Security	Serrures et systèmes de sécurité
	TxCell	Thérapie cellulaire
	Serma Group	Services et ingénierie technologique
	Malteries Franco-Belges	Tranformateur d'orge et de malte
Communication	Ses Imagotag	Etiquettes intelligentes et automatisation des prix
	Hubwoo	Logiciels pour la gestion et l'activité commerciale
	Aufeminin	Publicité sur internet et e-commerce
	Afone Participations	Réseaux télécom
	Spir	Communication et presse de proximité
	Aufeminin (RO)	Publicité sur internet et e-commerce
Energie	CPCU	Service publique de distribution de chaleur
	Heurtey Petrochem	Pétrochimie et gaz naturel
	Direct Energie	Fourniture d'électricité et gaz naturel
Finance	Euler Hermes	Assurances
	Euler Hermes (RO)	Assurances
	Compagnie Foncière Internationale	Holding de partiticipations
	Altamir	Private equity
Industrie	Electro Power System	Energies renouvelables
Technologie	Business & Decision	Conseil en ingénierie
	GFI Informatique	Services informatiques dédiés aux entreprises

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 ;
- 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** 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 », à la différence de la procédure dite « simplifiée » 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 objectif de l'initiateur 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).

OPR — 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 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,...) ; l'actionnaire contrôlant doit alors lancer une offre pour permettre aux autres actionnaires de sortir du capital ;
- un actionnaire seul ou agissant de concert, détenant plus de 95% du capital ou des droits de vote de la société, **peut** lancer une OPR, laquelle **peut** également être demandée par un actionnaire minoritaire (article 236-1 du règlement général de l'AMF).

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.

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 5 %** du capital et des droits de vote, l'actionnaire majoritaire **peut** mettre en œuvre un retrait obligatoire sur ces titres.

- 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 ;
- Pour mémoire, le droit français a opté pour la faculté prévue à l'article 15 (« Retrait obligatoire »), paragraphe 2, a) de la « directive OPA » (directive 2004/25 CE du 21 avril 2004) pour les États membres, de porter le **seuil du retrait obligatoire de 90%** au **seuil maximum de 95%** du capital et des droits de vote de la société visée par l'offre publique : « *Dans le cas visé au point a), les États membres* ***peuvent*** *fixer un seuil plus élevé pour autant toutefois qu'il ne dépasse pas 95 % du capital assorti de droits de vote et 95 % des droits de vote* ».
- Dans le projet de loi relative à la croissance et à la transformation des entreprises (« loi Pacte ») actuellement dans le circuit de la « navette parlementaire », l'article 22 prévoit d'abaisser le seuil du retrait obligatoire à **90%** du capital et des droits de vote de la société visée par l'offre publique *i.e.* si les titres détenus par les actionnaires minoritaires totalisent moins de **10%** du capital et des droits de vote.

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

Radiation

Le dispositif précité relatif au retrait de cote est à distinguer de l'application du Livre II, article P. 1.4.2 des règles du marché Euronext Paris, aux termes duquel un émetteur **peut** demander la radiation des titres de capital à l'issue d'une offre publique simplifiée (OPAS ou OPES) ou « Offre liée à la radiation », soumise à expertise indépendante, pour autant qu'il démontre :

- que l'initiateur de l'offre détient à la radiation au moins **90% des droits de vote** de la société visée par l'Offre liée à la radiation ;
- qu'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%** ;
- que 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 des actionnaires minoritaires qui n'ont pas apporté leurs titres à l'Offre liée à la radiation ;
- que les franchissements de seuil de 95% (à la hausse ou à la baisse) par l'initiateur soient rendus publics, pour une période d'un exercice financier complet suivant l'année de la radiation, et que sur cette même période la société ne soit pas transformée en société par actions simplifiée (SAS).

Outre l'article P. 1.4.2 des règles du marché Euronext Paris précité, la radiation est encadrée par l'instruction Euronext Paris N3-09, en vigueur depuis le 20 juillet 2015, établissant entre autres la méthode de calcul de la vélocité utilisée comme l'un des critères préalables à une demande de radiation de titre de capital d'un émetteur.

Pour mémoire, cette procédure, qui suppose en outre que la demande de radiation soit déposée à l'issue d'un délai de 180 jours (calendaires) depuis toute offre publique antérieure à l'Offre liée à la radiation, a trouvé à s'appliquer à la société **Radiall**.

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.

$$E(\tilde{r}_j) = r_f + \overbrace{\beta_j}^{\text{Prime de risque du titre}} \underbrace{[E(\tilde{r}_M) - r_f]}_{\text{Prime de marché}}$$

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	▪ *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	▪ *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	▪ *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	▪ *Augmentation du capital de la cible au profit de l'initiateur, avec suppression du droit préférentiel de souscription.*
Engagements et intentions d'apports/cessions	▪ *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	
Promesse de vente / d'achat	▪ *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 ;* ▪ *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 ;* ▪ *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.*
Renonciation / apport au profit de l'initiateur	▪ *Renonciation d'exercice d'options au profit de l'initiateur (suite à des opérations de croissance externe déjà réalisées) ;* ▪ *Renonciation d'exercice de BSPCE au profit de l'initiateur ;* ▪ *Apports d'actions de la cible à l'initiateur contre rémunération par des titres de l'initiateur ;* ▪ *Promesses de vente de titres par les actionnaires de la cible au profit de l'initiateur antérieurement et postérieurement à l'offre ;* ▪ *Augmentation de capital de la cible réservée à l'initiateur aux termes d'un pacte d'actionnaires conclu préalablement à l'offre ;* ▪ *Engagement de souscription à une émission d'actions prioritaires au profit de l'initiateur.*
c) Complément de prix	
Rétrocession Clauses conditionnelles Droit de suite	▪ *Complément de prix au titre de la cession d'une filiale préalablement à la cession du bloc de contrôle de la cible ;* ▪ *Complément de prix à verser aux actionnaires postérieurement à l'offre ;* ▪ *Complément de prix sous conditions à verser aux actionnaires de la cible au stade du retrait obligatoire ;* ▪ *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 recession / 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 ;* ▪ *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) ;* ▪ *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 ;* ▪ *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.*

Annexe 7 : Nomenclature des accords connexes par Ledouble

d) Accords spécifiques avec le *management*	
Management package	▪ *Management package "hybride"* 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 ; ▪ Emission 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 ; ▪ Emission de BSPCE avant l'offre non garantie dans le cadre de l'offre par des mécanismes de liquidité ; ▪ Substitution d'actions gratuites / de *Restricted Stock Units* (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 *management* de la cible à finaliser postérieurement à l'offre.
Accords opérationnels concernant le *management* ou la cible	▪ 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	▪ *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	▪ *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	▪ *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	▪ *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	▪ *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	▪ *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.*

Ledouble

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,…).*

Annexe 8 : Composition de l'équipe Ledouble

Ont participé à cette étude :

Stéphanie GUILLAUMIN, Associée

- Toulouse Business School Grande Ecole (Banque et Marchés Financiers)
- Master I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
- CIIA (*Certified International Investment Analyst*) – SFAF
- Membre de l'APEI et de la SFEV

Olivier CRETTÉ, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI et membre de la SFEV
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

Edouard HAYOT, Responsable de mission

- Neoma Business School
- Membre de la SFEV

IX. *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
- 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/

Ledouble

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

WWW.LEDOUBLE.FR