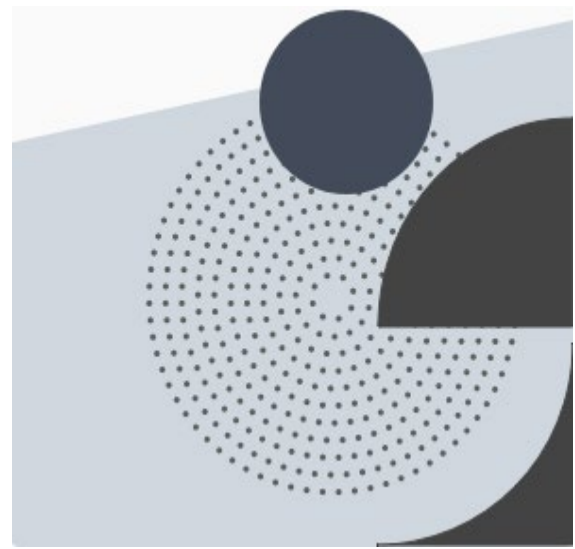


APEi

Association Professionnelle
des Experts Indépendants

Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante

Mise à jour
mai 2023



Préface

Ce recueil est le fruit d'une décennie de réflexions sur la mission de l'expert indépendant, auxquelles de nombreux membres de notre association ont pris part volontairement, dans un esprit d'entraide et de confraternité.

Nous sommes certains que ces contributions ont renforcé au fil du temps la densité et la qualité de nos rapports, qui contribuent à sécuriser les offres publiques, et suscitent l'intérêt non seulement de nos mandants et de l'Autorité des Marchés Financiers, mais plus largement de l'ensemble des parties prenantes à ces opérations parmi lesquelles les actionnaires, voire même de tiers qui y trouvent matière à étude et discussion.

La refonte réglementaire de 2020 a rendu nécessaire leur mise à jour et leur harmonisation.

C'est avec enthousiasme que l'APEI présente cette nouvelle édition, dont nous souhaitons qu'elle accompagne toujours nos membres dans l'accomplissement de leurs missions, et qu'elle soit source d'inspiration pour prolonger ces travaux au service de nos pratiques professionnelles.

Dominique Ledouble
Président d'honneur

Agnès Piniot
Présidente

Jean-Charles de Lasteyrie
Président d'honneur

Maurice Nussenbaum
Président d'honneur

Depuis son origine, l'APEI a publié régulièrement sur des sujets techniques pour accompagner ses membres dans l'exercice de leurs missions d'experts indépendants intervenant dans le cadre d'une opération soumise au Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers.

Il est apparu utile à son Comité directeur de procéder à une mise à jour et harmonisation de ces publications pour en faire un recueil pratique au service des membres.

Ce recueil a été conçu selon un déroulement logique d'une mission d'expertise indépendante.

Son contenu n'a pas valeur de norme ; il est un recueil dont le professionnel concerné adaptera l'application à la situation à laquelle il fait face en exerçant son esprit critique et son jugement professionnel.

Les membres du groupe de travail font tous partie de l'APEI.

En tant que praticiens, ils ont souhaité rendre ce recueil simple d'utilisation, et donner des indications de bonne pratique, utiles dans l'exercice des missions.

Tant l'évaluation que l'expertise indépendante définie par le Règlement Général de l'AMF sont une matière évolutive et vivante.

Ce recueil a donc vocation à être complété par les travaux de nouveaux ateliers au sein de l'APEI, ou mis à jour de façon régulière. Le lecteur doit donc s'informer afin d'avoir la vision complète et à jour à l'instant de son utilisation.

Les membres du groupe de travail :

- Olivier Péronnet, Rapporteur
- Teddy Guérineau, Rapporteur
- Maurice Nussenbaum
- Eric Le Fichoux
- Richard Bonnet
- Christophe Bonte
- Armelle Deydier
- Maxime Hazim
- Joëlle Lasry
- Philippe Leduc
- Damien Potdevin

Sommaire

A. APPELS D’OFFRES DANS LE CADRE DU CHOIX DE L’EXPERT INDÉPENDANT NOMMÉ AU TITRE DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L’AMF	9
1. INTRODUCTION.....	10
2. LE CONSTAT	10
3. LES AMÉLIORATIONS SOUHAITÉES PAR LES EXPERTS INDÉPENDANTS.....	11
3.1 SUR LE PROCESSUS D’APPEL D’OFFRES.....	11
3.2 SUR LES CONTACTS AVEC LE MANAGEMENT ET LES ORGANES COMPÉTENTS	12
3.3. SUR LE COMPORTEMENT DE L’EXPERT	12
4. L’ENGAGEMENT DES EXPERTS.....	13
ANNEXE : PARTICIPANTS À LA RÉDACTION DU CHAPITRE.....	15
B. RELATIONS DE L’EXPERT INDÉPENDANT AVEC LES ACTIONNAIRES MINORITAIRES.....	16
ANNEXE : PARTICIPANTS À LA RÉDACTION DU CHAPITRE.....	18
C. RÉFLEXIONS SUR LES ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES	19
1. INTRODUCTION.....	20
2. CONSTATS.....	20
2.1 RAPPEL DES DISPOSITIONS DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L’AMF ET DE LA RECOMMANDATION DE L’AMF SUR L’EXPERTISE INDÉPENDANTE.....	20
2.2 CONTOURS DES ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES	21
2.3. NOMBRE RELATIF D’ACCORDS ET D’OPÉRATIONS CONNEXES SUR L’ENSEMBLE DES OFFRES PUBLIQUES ÉTUDIÉES ET NIVEAU DE COMPLEXITÉ.....	22
2.4. RÉFÉRENCE AUX TRAVAUX D’EXPERTS.....	22
3. RECOMMANDATIONS.....	23
ANNEXE 1. : PARTICIPANTS À LA RÉDACTION DU CHAPITRE	24
ANNEXE 2 : OFFRES PUBLIQUES SUR LA PÉRIODE 2018 À 2021 COMPORTANT DES CLAUSES RELATIVES À DES ACCORDS OU OPÉRATIONS CONNEXES.....	25
ANNEXE 3 : RAPPORTS DE TIERS SUSCEPTIBLES DE TRAITER D’ACCORDS CONNEXES	28
D. CRITÈRES ÉCARTÉS	29
1. L’ACTUALISATION DES DIVIDENDES.....	30
2. L’ACTIF NET COMPTABLE (CONSOLIDÉ).....	32
2.1 RAPPEL DE LA JURISPRUDENCE ET DE LA RÉGLEMENTATION APPLICABLES	32
2.2 IMPACT DES IFRS.....	36
2.3 QUELQUES CAS DE DÉCOTES, APPARENTES OU RÉELLES, SUR ACTIF NET COMPTABLE	39
3. OBSERVATIONS EMPIRIQUES SUR LES OFFRES PUBLIQUES ET LES CRITÈRES ÉCARTÉS.....	41
4. CONCLUSIONS DU GROUPE DE TRAVAIL DE L’APEI SUR LES PRINCIPAUX CRITÈRES ÉCARTÉS DANS LE CADRE D’OFFRES PUBLIQUES.....	41

ANNEXE 1 : CRITÈRES RETENUS ET ÉCARTÉS SUR UN ÉCHANTILLON D'OPÉRATIONS RÉALISÉES ENTRE 2018 ET 2021....	43
ANNEXE 2 : ÉTUDE SUR L'ÉCHANTILLON 2006/2016 (300 OFFRES PUBLIQUES) DU POSITIONNEMENT DU PRIX D'OFFRE PAR RAPPORT À L'ANC ET À LA MOYENNE DES 60 JOURS DE COURS DE BOURSE ET IDENTIFICATION DE LA MÉTHODE DONT LA VALEUR EST LA PLUS PROCHE DU PRIX D'OFFRE	47
ANNEXE 3 : PARTICIPANTS AU GROUPE DE TRAVAIL.....	51
E. BUSINESS PLAN	52
1. REVUE CRITIQUE DU BUSINESS PLAN	53
1.1 PRISE DE CONNAISSANCE.....	53
1.2 PROCESSUS D'ÉLABORATION DES PRÉVISIONS	54
1.3. HYPOTHÈSES DE CONSTRUCTION.....	57
1.4 ANALYSE DE COHÉRENCE.....	61
1.5 INVESTISSEMENTS	63
1.6 BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT (BFR).....	65
1.7 FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS	67
2. CONSÉQUENCES POUR L'EXPERT INDÉPENDANT.....	68
2.1 DURÉE DE PRÉVISION EXPLICITE	68
2.2 PRISE EN COMPTE DES RISQUES.....	70
2.3 FLUX NORMATIF.....	71
2.4 VALEUR TERMINALE	73
2.5 TEST DE SENSIBILITÉ	76
ANNEXE : PARTICIPANTS À LA RÉDACTION DU CHAPITRE.....	80
F. COMPARABLES BOURSIERS.....	81
1. ETAT DES LIEUX SUR LA MÉTHODE DES COMPARABLES BOURSIERS	82
1.1 INTRODUCTION.....	82
1.2 RECOMMANDATIONS AMF EN FRANCE.....	82
1.3 RECOMMANDATIONS INTERNATIONALES.....	82
2. PORTÉE ET LIMITE DE LA MÉTHODE DES COMPARABLES BOURSIERS	84
2.1 DÉFINITION DE LA MÉTHODE DES COMPARABLES BOURSIERS.....	84
2.2 LIMITES DE LA MÉTHODE DES COMPARABLES BOURSIERS	85
3. CHOIX DE L'ÉCHANTILLON ET ANALYSE DES COMPARABLES BOURSIERS.....	86
3.1 APPROCHE MÉTHODOLOGIQUE	86
3.2 CONSTRUCTION D'UN ÉCHANTILLON PROVISOIRE.....	87
3.3 DÉTERMINATION DE L'ÉCHANTILLON PERTINENT	89
3.4 JUSTIFICATION DANS LE RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'EXCLUSION DE SOCIÉTÉS DE L'ÉCHANTILLON	93
4. CHOIX DES MULTIPLES	94
4.1 DÉFINITION DES DIFFÉRENTS MULTIPLES APPLIQUÉS.....	94
4.2 CAS DES GROUPES MULTI-SECTEURS OU CONGLOMÉRATS	99
4.3 ANALYSES STATISTIQUES DES MULTIPLES APPLIQUÉS.....	99
4.4 RÉGRESSIONS LINÉAIRES ET AJUSTEMENT DE CERTAINS MULTIPLES	101
5. MISE EN ŒUVRE DE LA MÉTHODE DES COMPARABLES BOURSIERS.....	102
5.1 PORTÉE DES DONNÉES DE MARCHÉ PRÉVISIONNELLES DES SOCIÉTÉS COMPARABLES.....	102

5.2	DÉFINITION DES AGRÉGATS DE PERFORMANCE	104
5.3	DÉTERMINATION DE LA VALEUR D'ENTREPRISE	107
5.4	PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE À LA VALEUR DES CAPITAUX PROPRES	107
6.	APPLICATION D'UNE DÉCOTE DE TAILLE ET/OU D'ILLIQUIDITÉ	108
6.1	GROUPE DE TRAVAIL SFEV « PRIMES ET DÉCOTES » (2018)	108
6.2	DÉCOTES DE TAILLE	108
6.3	DÉCOTES D'ILLIQUIDITÉ	109
6.4	SYNTHÈSE	110
7.	RÉSULTATS DE LA MÉTHODE DES COMPARABLES BOURSIERS ET RECOUPEMENT AVEC LES AUTRES APPROCHES D'ÉVALUATION	110
7.1	RÉSULTATS DE LA MÉTHODE – FOURCHETTE DE VALEURS	110
7.2	ÉTUDE DE SENSIBILITÉ DE LA VALEUR OBTENUE	110
7.3	RECOUPEMENT AVEC LES AUTRES MÉTHODES D'ÉVALUATION	111
G.	APPLICATION DE LA MÉTHODE DES « TRANSACTIONS COMPARABLES »	114
1.	INTRODUCTION	115
2.	ÉTAT DES LIEUX SUR LA MÉTHODE DES TRANSACTIONS COMPARABLES	115
2.1	RECOMMANDATIONS AMF	116
2.2	GUIDE DE LA COMMISSION ÉVALUATION DE LA CNCC	116
2.3	RECOMMANDATIONS INTERNATIONALES	117
2.4	SYNTHÈSE DES POINTS CLÉS	120
3.	CONSTITUTION DE L'ÉCHANTILLON ET ANALYSE DES TRANSACTIONS COMPARABLES	121
3.1	APPROCHE MÉTHODOLOGIQUE	121
3.2	CONSTRUCTION D'UN ÉCHANTILLON PROVISOIRE	122
3.3	DÉTERMINATION DE L'ÉCHANTILLON PERTINENT	125
3.4	JUSTIFICATION DANS LE RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'EXCLUSION DE SOCIÉTÉS DE L'ÉCHANTILLON	129
4.	CHOIX DES MULTIPLES	130
4.1	DÉFINITION DES DIFFÉRENTS MULTIPLES APPLIQUÉS	130
4.2	CHOIX DES MULTIPLES	134
4.3	CAS DES GROUPES MULTI-SECTEURS OU CONGLOMÉRATS	134
4.4	ANALYSES STATISTIQUES DES MULTIPLES APPLIQUÉS	135
5.	MISE EN ŒUVRE DE LA MÉTHODE DES TRANSACTIONS COMPARABLES	136
5.1	POINTS D'ATTENTION DANS LE CALCUL DES MULTIPLES	136
5.2	POINTS D'ATTENTION DANS L'APPLICATION DES MULTIPLES OBTENUS SUR L'ÉCHANTILLON DE TRANSACTIONS COMPARABLES	138
5.3	APPLICATION DES MULTIPLES	139
6.	SYNTHÈSE – CONCLUSION	139
	ANNEXE : COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL	142
H.	SYNERGIES	143
1.	LES ASPECTS ÉCONOMIQUES DE LA PRISE EN COMPTE DES SYNERGIES DANS LES OFFRES PUBLIQUES	144
1.1	DÉFINITION DES SYNERGIES	144
1.2	SYNERGIES ET PRIMES	144
2.	LES ASPECTS RÉGLEMENTAIRES DE LA PRISE EN COMPTE DES SYNERGIES	147

2.1	SUR LE PRINCIPE DE PRISE EN COMPTE DES SYNERGIES PAR L'EXPERT INDÉPENDANT.....	147
2.2	SUR LES QUESTIONS POSÉES PAR LES SYNERGIES AU REGARD DU FONDEMENT RÉGLEMENTAIRE DE LA NOMINATION DE L'EXPERT.....	148
2.3	SUR LES QUESTIONS POSÉES PAR LA PRIME DE CONTRÔLE AU REGARD DU CARACTÈRE FACULTATIF OU OBLIGATOIRE DE L'OFFRE	149
2.4	SUR LA DOCUMENTATION À LA DISPOSITION DE L'EXPERT INDÉPENDANT CONCERNANT LES SYNERGIES	149
3.	LE POINT DE VUE DE CERTAINS ACTIONNAIRES MINORITAIRES.....	150
4.	LE RÔLE ET LES DILIGENCES DE L'EXPERT INDÉPENDANT DANS LA PRISE EN COMPTE DES SYNERGIES	150
	ANNEXE : PARTICIPANTS AU GROUPE DE TRAVAIL.....	152
I.	PRIX ÉQUITABLE.....	153
1.	LA NÉCESSITÉ DE SE RÉFÉRER À LA VALEUR FONDAMENTALE	157
1.1	DÉFINITION DE LA VALEUR FONDAMENTALE	157
1.2	VALEUR FONDAMENTALE ET COURS DE BOURSE	158
1.3	CADRE MÉTHODOLOGIQUE DE LA RECOMMANDATION AMF.....	158
1.4	ANALYSE CRITIQUE DU CADRE MÉTHODOLOGIQUE.....	159
1.5	SYNTHÈSE ET RECOMMANDATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL.....	160
2.	LA PRISE EN COMPTE DU CONTEXTE DE L'OFFRE	161
2.1	ANALYSE DES CONTEXTES, SELON LEUR CARACTÈRE OBLIGATOIRE OU FACULTATIF.....	162
2.2	PORTÉE DU CONTEXTE DE L'OFFRE SUR LA NOTION D'ÉQUITÉ.....	164
2.3	SYNTHÈSE ET RECOMMANDATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL.....	167
3.	RÉFLEXIONS SUR LA PRIME DE CONTRÔLE ET LES SYNERGIES.....	169
4.	AUTRES ÉLÉMENTS À PRENDRE EN CONSIDÉRATION : LIQUIDITÉ ET ACCORDS CONNEXES	171
4.1	LA LIQUIDITÉ DU TITRE.....	172
4.2	LES ACCORDS CONNEXES.....	173
4.3	SYNTHÈSE ET RECOMMANDATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL.....	176
5.	CONSTRUCTION D'UNE GRILLE D'ANALYSE DES FACTEURS SUSCEPTIBLES D'AFPECTER LE CARACTÈRE ÉQUITABLE DU PRIX	176
5.1	POINT D'ATTENTION LIÉ À L'INITIATEUR DE L'OFFRE	176
5.2	POINT D'ATTENTION LIÉ AU CARACTÈRE DE L'OFFRE.....	177
5.3	POINT D'ATTENTION LIÉ AU PROCESSUS ABOUTISSANT À L'OFFRE	177
5.4	POINT D'ATTENTION LIÉ AUX OPÉRATIONS ULTÉRIEURES À L'OFFRE.....	178
	ANNEXE 1 : ANALYSE DES POINTS D'ATTENTION	182
	ANNEXE 2 : PARTICIPANTS AU GROUPE DE TRAVAIL.....	183
J.	LA HIÉRARCHISATION DES CRITÈRES DANS LE CADRE DE L'APPROCHE D'ÉVALUATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT	185
1.	INTRODUCTION.....	185
2.	DIFFÉRENTS AXES DE HIÉRARCHISATION	186
2.1	L'INFORMATION DISPONIBLE	186
2.2	CRITÈRES ADAPTÉS AUX CARACTÉRISTIQUES DES TITRES OBJETS DE L'OFFRE	188
2.3	LE CONTEXTE DE L'OFFRE.....	190
3.	PRÉSENTATION DE L'APPROCHE MULTICRITÈRE PAR L'EXPERT INDÉPENDANT.....	193
3.1	DU OU DES CRITÈRES RETENUS À TITRE PRINCIPAL...AUX CRITÈRES ÉCARTÉS.....	193

3.2	PRÉSENTATION DES INFORMATIONS RELATIVES AUX CRITÈRES ÉCARTÉS.....	196
3.3	COHÉRENCE ET PERTINENCE DE LA PRÉSENTATION DES CRITÈRES RETENUS DANS LE RAPPORT (IDENTIFICATION DES BONNES PRATIQUES).....	198
4.	CONCLUSION (SYNTHÈSE ET RECOMMANDATIONS).....	198
	ANNEXE 1 : OFFRES PUBLIQUES DONT LE PRIX D’OFFRE PRÉSENTE UNE DÉCOTE SUR AU MOINS UN CRITÈRE D’ÉVALUATION RETENU PAR L’EXPERT INDÉPENDANT.....	201
	ANNEXE 2 : EXTRAIT DES CONCLUSIONS DE L’EXPERT INDÉPENDANT DANS LE CADRE DE L’ANALYSE DES 85 OPÉRATIONS DONT LE PRIX D’OFFRE PRÉSENTAIT UNE DÉCOTE SUR AU MOINS UN CRITÈRE D’ÉVALUATION RETENU PAR L’EXPERT INDÉPENDANT	203
	ANNEXE 3 : PARTICIPANTS À LA RÉDACTION DU CHAPITRE	209

A. Appels d'offres dans le cadre du choix de l'expert indépendant nommé au titre du Règlement Général de l'AMF

Ce chapitre consacré aux appels d'offres dans le cadre du choix de l'expert indépendant nommé au titre du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après, « RG-AMF ») s'articule autour des parties suivantes :

- introduction ;
- constat ;
- améliorations souhaitées par les experts ;
- engagement des experts.

1. Introduction

Si le choix de l'expert indépendant intervenant dans le cadre des missions répondant au règlement général de l'AMF peut s'opérer de diverses façons, la procédure par appel d'offres fait depuis déjà longtemps partie des modes de sélection possibles, sans que l'on puisse estimer la part qu'elle représente sur l'ensemble de ces missions, ni savoir si elle s'est développée, à défaut d'informations synthétiques sur le sujet, chaque expert ayant à répondre ou non à ce type de sélection.

Les principaux autres modes de sélection de l'expert indépendant sont le contact direct avec la société cible ou la sélection préalable par un conseil de la société cible, voire dans certains cas par un conseil de la société initiatrice de l'Offre, étant rappelé que c'est bien l'organe d'administration de la société cible qui est censée procéder au choix de l'expert indépendant, le cas échéant sur proposition du comité ad hoc¹, et non pas la société initiatrice de l'Offre ni son conseil. Cet organe social compétent est censé préciser les raisons pour lesquelles l'expert a été retenu.

Les sociétés concernées par une offre publique, n'ayant pas nécessairement d'expérience en la matière, peuvent mandater leur conseil ou un de leurs conseils (juridique ou financier) pour organiser l'appel d'offres.

Les membres de l'APEI avaient constaté qu'un certain nombre de ces appels d'offres se déroulaient dans des conditions jugées non satisfaisantes voire inacceptables, tant sur la forme que sur le fond ; à titre d'exemple, certains organisateurs vont jusqu'à concevoir l'appel d'offres comme un moyen d'obtenir une réponse engageante de la part de l'expert sur le prix de l'Offre envisagé ou/et à conditionner le choix de l'expert à sa proposition d'honoraires.

Un groupe de travail au sein de l'APEI avait ainsi été constitué en 2016 afin de contribuer à améliorer ces procédures pour le confort et la protection de l'ensemble des parties prenantes aux offres publiques ; les propositions figurant dans le présent document, qui s'inscrivent dans le prolongement de celles formulées par ce premier groupe de travail, ont valeur de bonnes pratiques, tant pour l'expert indépendant que pour les personnes avec lesquelles il est amené à être en contact lors des appels d'offres, et ne peuvent porter leurs fruits qu'avec l'engagement de l'ensemble des parties prenantes de suivre des pratiques vertueuses.

Il est rappelé que, pour répondre aux appels d'offres, les membres de l'APEI se conforment notamment au Code de Déontologie de l'association qui est consultable sur son site².

2. Le constat

- Certains appels d'offres sont réalisés par mail avec des informations a minima et des délais de réponse extrêmement courts. Il arrive même que le nom de la société cible ne soit pas indiqué, des raisons de confidentialité étant invoquées, alors même qu'il est demandé parallèlement à l'expert une déclaration d'indépendance pour concourir à l'appel d'offres.
- Les informations ou même l'existence d'opérations connexes ne sont pas toujours clairement énoncées à ce stade, quand elles ne sont délibérément ignorées.
- L'étendue de la mission de l'expert indépendant n'est pas toujours clairement définie ; à titre indicatif, l'Offre peut dans certains cas requérir l'évaluation non seulement des titres de la société visée par l'Offre, mais également de la société qui l'initie.

¹ Par référence à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF.

² APEI, Code de Déontologie, 20 octobre 2020, <https://www.apei-experts.org/wp-content/uploads/2020/12/Code-Deontologie-APEI-20.10.2020.pdf>

- Un accès/contact avec le management de la société cible n'est pas systématiquement prévu ; il est même dans certains cas, refusé par l'organisateur de l'appel d'offres, auquel le choix de l'expert a été délégué par l'entreprise.
- Pour les sociétés qui comptent au sein de leur organe compétent (conseil d'administration, conseil de surveillance, ...) un ou plusieurs membres indépendants, l'implication de ces derniers s'avère très variable, même si les modifications apportées par l'AMF à son règlement général en février 2020 ont permis de renforcer cette implication.
- Les questions auxquelles doit répondre l'expert indépendant peuvent être hétérogènes d'un appel d'offres à l'autre ; elles tendent dans certains cas à lui demander de se prononcer sur des éléments qui concernent le fond de l'opération : fourchette de prix de l'Offre indicative, voire prix de l'Offre préalablement fixé ; traitement d'opérations connexes telles que les modalités de financement ; méthodologie à retenir pour évaluer les titres concernés par l'Offre...

3. Les améliorations souhaitées par les experts indépendants

3.1 Sur le processus d'appel d'offres

D'une façon générale, l'expert indépendant, lors d'un appel d'offres, devrait pouvoir disposer a minima des éléments suivants :

- Identité de la société cible, de l'initiateur et de l'ensemble des intervenants, banquiers et conseils. Dans le cas où la société cible ne dispose pas de ses propres conseils, l'expert en tirera les conséquences dans son programme de travail.
- Information sur l'opération envisagée (nature de la transaction, type d'Offre, prix de l'Offre s'il est déjà déterminé,...), ainsi que sur les éléments connexes à l'opération (accords particuliers concernant certains managers et/ou actionnaires, cessions de filiales ou d'actifs, modalités de financement, crédit vendeur,...) et leur volumétrie (les accords particuliers peuvent représenter une masse documentaire importante, dont l'exploitation pour l'appréciation du prix de l'Offre est très souvent chronophage).
- Il serait utile que les critères de sélection de l'expert soient clairement définis et portés à la connaissance de l'ensemble des professionnels sollicités pour concourir à l'appel d'offres, et qu'un retour leur soit fait à l'issue du processus de sélection afin de les informer des principaux éléments ayant pesé sur le choix final (nombre de propositions des experts sollicités dans un appel d'offres restent en effet sans réponse). À ce titre, l'appartenance à une association d'experts reconnue par l'AMF, telle que l'APEI, devrait être prise en considération pour la sélection de l'expert par l'organe social compétent ; a contrario le choix de l'expert ne devrait en aucun cas se fonder sur le seul critère du budget proposé pour la réalisation de la mission, et devrait être explicité³ à l'appui d'un argumentaire multicritère (parfois invoqué, mais de façon relativement formelle, dans l'avis motivé de l'organe social compétent depuis la refonte réglementaire de l'AMF en date de 2020⁴ : compétence ; expérience, le cas échéant dans des missions similaires ; réputation professionnelle ; disponibilité ; composition et qualification des membres de l'équipe ; moyens matériels ; conditions de rémunération ; absence de conflits d'intérêts ; étendue de la mission confiée à l'expert lui permettant notamment de proposer des honoraires au regard d'un périmètre clairement défini).

³ Par référence au règlement général de l'AMF, article 231-19 4 et à l'Instruction AMF n°2006-07, article 3-5 concernant le contenu de l'avis motivé de l'organe social compétent.

⁴ APEI « Analyse des notes d'information en réponse à la suite à la réforme réglementaire de l'AMF », 8 septembre 2021, p. 7 <https://www.apei-experts.org/wp-content/uploads/2021/09/APEI-Groupe-Analyse-des-notes-d'information-en-reponse.pdf>

3.2 Sur les contacts avec le management et les organes compétents

Les experts souhaitent également dans tous les cas disposer, dès le stade de la réponse à l'appel d'offres, d'un contact avec le management de la société cible ainsi qu'avec le ou les membres de l'organe social compétent. Ainsi, ils estiment que les éventuelles réunions organisées pour permettre aux experts de se présenter devraient toujours se dérouler en présence de représentants de la société cible et le cas échéant du ou des membres indépendants de l'organe social compétent.

Il est rappelé que l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF prévoit que l'expert indépendant soit désigné « par l'organe social compétent de la société visée sur proposition d'un comité ad hoc composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres ; ce comité assure le suivi des travaux de l'expert et prépare un projet d'avis motivé ». En l'absence de membres indépendants ou lorsque leur nombre est insuffisant pour former un comité ad hoc, la société visée par l'offre publique doit soumettre à l'AMF, pour avis de non opposition, le nom de l'expert indépendant qu'elle entend désigner, conformément à l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF. Selon les circonstances, il est donc nécessaire qu'un ou plusieurs membres du comité ad hoc ou de l'organe social compétent soient impliqués dans le processus de sélection et participent aux réunions de présentation des experts pressentis afin de garantir la régularité du processus de désignation.

3.3. Sur le comportement de l'expert

Les questions de fond ne devraient pas être posées au stade de la sélection de l'expert indépendant pour des raisons d'éthique évidentes ; l'expert ne saurait être choisi en fonction de la réponse positive ou négative donnée à une question portant sur le prix de l'Offre, y compris sous forme indicative, ou sur tout autre élément faisant partie intégrante de sa mission ; il est rappelé à ce titre que l'expert dispose pour la réalisation de sa mission d'un délai minimum de 20 jours de bourse, soit 4 semaines calendaires, et que ce délai s'entend à compter de la réception des principaux documents qu'il estime nécessaires à l'élaboration de sa mission⁵. En tout état de cause, si une telle question était posée à l'expert dans le cadre de l'appel d'offres, sa réponse ne pourrait en aucun cas l'engager.

Il est par ailleurs rappelé que l'expert doit établir une déclaration attestant de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Dans le cas où l'expert aurait identifié une situation créant un risque de conflit d'intérêts mais dont il estime qu'elle n'est pas susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement, il le mentionne et le justifie dans sa déclaration. Dans cette situation, il apparaît important que ces éléments soient portés à la connaissance du comité ad hoc ou, selon les circonstances, de l'organe social compétent lors du processus de sélection pour lui permettre d'apprécier l'analyse menée par l'expert sur cette situation.

Les experts doivent s'interroger, dès le processus d'appel d'offres, sur l'opportunité d'y participer si celui-ci ne respecte pas les critères essentiels définis ci-dessus.

Le présent document aura vocation à être adressé aux personnes en charge du processus d'appel d'offres.

⁵ 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.

4. L'engagement des experts

Les experts sont tenus de respecter la réglementation dans le cadre de la réponse aux appels d'offres.

Il est rappelé que l'adhésion d'un membre à l'APEI emporte son acceptation pleine et entière de son Code de Déontologie⁶. Par conséquent, les experts sont tenus d'en respecter les dispositions de l'article 4 en cas d'acceptation d'une mission, telles que repris ci-après :

- § 4.1 « Préalablement à l'acceptation d'une mission d'Expertise Indépendante, les Membres analysent de façon rigoureuse la Réglementation au regard notamment des principes d'indépendance et de conflits d'intérêt, ainsi que de compétence et de professionnalisme, tels qu'exposés aux articles 5 et 6 [du Code de Déontologie]. »
- § 4.2 « En cas de doute sur les sujets précités (§ 4.1), les Membres peuvent consulter le Comité Directeur [de l'APEI]. »
- § 4.3 « Lorsque plusieurs Membres sont placés en situation de concurrence pour une nouvelle mission, ils agissent dans le respect des règles de loyauté visées à l'article 3 [du Code de Déontologie]. »
- § 4.4 « Les Membres s'interdisent de rémunérer, directement ou indirectement, tout tiers pour l'obtention d'une mission. »
- § 4.5 « En cas d'appel d'offre ou de consultation en vue de la réalisation d'une Expertise Indépendante, les Membres sollicités n'y répondent que s'ils disposent des informations leur permettant :
 - ✓ de connaître les entités concernées, le contexte et les principaux termes de l'Offre envisagée ;
 - ✓ d'apprécier le contexte de leur potentielle désignation en qualité d'Expert Indépendant ;
 - ✓ de s'assurer de leur capacité, ainsi que de celle de leur structure professionnelle, à réaliser la mission au regard notamment du calendrier envisagé ;
 - ✓ d'établir une proposition en appréciant de façon suffisamment précise les temps nécessaires à la réalisation de la mission ;
 - ✓ de s'assurer de leur indépendance vis-à-vis de l'ensemble des parties prenantes à l'Offre envisagée, par référence en particulier aux dispositions de l'article 261-4 du Règlement Général AMF ;
 - ✓ de leur capacité, ainsi que de celle des membres de leur structure professionnelle, à réaliser la mission en toute impartialité. »
- § 4.6 « Lors de la confirmation d'une mission, les membres précisent, dans un contrat écrit les liant à la Cible, le fondement réglementaire de celle-ci, les situations connues et susceptibles de mettre en cause leur indépendance, les droits et obligations de chacune des parties, ainsi que les conditions et limites de leur intervention. »
- § 4.7 « Les honoraires rémunérant la mission sont fixés librement avec la Cible, en fonction notamment de l'étendue des diligences à mettre en œuvre, de la complexité du dossier et des frais à engager. Ils doivent être suffisants pour garantir l'indépendance de l'expert et ne peuvent en aucun cas être subordonnés à l'issue de l'Offre. »

⁶ APEI, Code de déontologie, 20 octobre 2020, <https://www.apei-experts.org/wp-content/uploads/2020/12/Code-Deontologie-APEI-20.10.2020.pdf>

Dans ce cadre, il appartient aux experts de faire preuve d'honnêteté, de clarté et de loyauté concernant :

- leur indépendance, avec le souci d'informer leurs interlocuteurs dans les meilleurs délais de toute analyse susceptible d'avoir été menée et qui aurait conduit à écarter un risque de conflit d'intérêt, notamment en cas de missions réalisées depuis 18 mois⁷ avec la société cible, l'initiateur et le ou les établissements présentateurs de l'Offre, et le cas échéant, de préciser le poids que représente le niveau des honoraires par rapport aux revenus totaux perçu par l'expert indépendant⁸ ;
- leur disponibilité, en ayant conscience que les spécificités des missions d'expertise dans le cadre d'Offres publiques relevant du règlement général de l'AMF rendent compliqué le recours à la sous-traitance ; dans l'hypothèse du recours à la sous-traitance, l'expert devra le préciser dans la réponse à l'appel d'offres ;
- les moyens mis en œuvre, en particulier le recours aux bases de données sectorielles et financières, auxquels ils doivent justifier d'avoir directement accès, par un abonnement auprès des fournisseurs de données ;
- le programme de travail envisagé, comprenant, le cas échéant, les méthodes de valorisation susceptibles d'être mises en œuvre et l'analyse d'éventuels accords connexes qui peuvent revêtir une complexité particulière nécessitant des diligences appropriées et un budget associé ;
- le niveau des honoraires qui, compte tenu des moyens matériels et humains que requiert une expertise indépendante, devrait le plus souvent dépasser le seuil de 50.000 € HT prévu par l'Instruction AMF 2006-08⁹ ;
- les compétences et les expériences dont ils disposent, notamment sectorielles.

Les experts doivent s'abstenir de répondre à des questions portant sur le fond de la mission au stade de l'appel d'offres, afin de préserver leur libre arbitre lors de l'accomplissement de leurs travaux jusqu'au stade final de l'émission de leur rapport. Il en est ainsi notamment du prix de l'Offre, mais également de toute fourchette indicative ainsi que de tous les éléments faisant partie de la mission, au premier titre desquels les accords connexes, quels qu'ils soient. En tout état de cause, si un expert devait être amené à répondre à ce type de questions, il serait souligné que sa réponse ne l'engage pas, et qu'il est susceptible de reconsidérer sa position ultérieurement avec une réponse modifiée à l'issue de la prise de connaissance approfondie des éléments soumis à son appréciation.

Enfin, dans l'hypothèse où un expert aurait concouru pour être désigné dans le cadre d'un appel d'offres, et où, à l'issue du processus de sélection, il ne serait pas retenu, il est déontologiquement souhaitable qu'il ne sollicite pas son intervention en qualité d'Expert Conseil¹⁰ de l'une des parties prenantes à l'Offre.

⁷ Cf. Instruction AMF n°2006-08, article 1.

⁸ Le rapport du groupe de travail de l'AMF en date du 16 septembre 2019 « *Sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et de l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques* », p. 9, évoque un seuil de 1% du chiffre d'affaires comme pouvant être considéré comme non significatif pour l'analyse de l'indépendance de l'expert,

⁹ L'instruction AMF n°2006-08 précise les informations contenues dans le rapport de l'expert indépendant, et notamment le montant de la rémunération perçue par l'expert (article 3-6) : « *Lorsque cette rémunération est inférieure à 50 000 € HT, l'expert justifie, dans son rapport, son niveau au regard des diligences effectuées* », <https://www.amf-france.org/sites/default/files/doctrine/Instruction/Expertise%20ind%C3%A9pendante.pdf>. L'APEI rappelle à ce titre que « *l'enveloppe budgétaire d'une structure professionnelle dotée des moyens matériels (documentation sectorielle et financière, pluralité des bases de données professionnelles) et humains (collaborateurs expérimentés, équipe dédiée à la mission, forte implication des associés signataires, revue indépendante aux différentes étapes de l'expertise) adaptés aux exigences de l'expertise indépendante [...], à l'exception de rares opérations nécessitant des diligences a minima, dépasse nécessairement et assez largement le seuil susmentionné* ». Cf. APEI « *Analyse des notes d'information en réponse suite à la réforme réglementaire de l'AMF* », 8 septembre 2021, p. 17, <https://www.apei-experts.org/wp-content/uploads/2021/09/APEI-Groupe-Analyse-des-notes-dinformation-en-reponse.pdf>

¹⁰ Au sens de l'article 6 du Règlement Intérieur de l'APEI,

<https://www.apei-experts.org/wp-content/uploads/2020/12/Reglement-Interieur-APEI-20.10.2020.pdf>

Annexe : Participants à la rédaction du chapitre

Le présent chapitre a été initialement établi en 2016 dans le cadre d'un groupe de travail composé des membres suivants :

- Gérard Albrieux (HLBUfco)
- Sonia Bonnet-Bernard, Associée (Ricol Lasteyrie)
- Laurent Brun (Cailliau Dedouit et Associés)
- Olivier Cretté (Ledouble)
- Marie-Ange Farthouat (Farthouat Finance)
- Alain Frydlender (BDO)
- Alain Marion (cabinet Marion)

Il a fait l'objet d'une mise en jour, dans le cadre des travaux d'harmonisation des publications de l'APEI achevés en 2022 par un groupe de travail dont la composition est fournie en introduction, sur la base des propositions de deux rapporteurs, à savoir :

- Christophe Bonte (Grant Thornton)
- Damien Potdevin (JPA International)

B. Relations de l'expert indépendant avec les actionnaires minoritaires

Les modalités d'exercice du droit de communication entre l'expert et les actionnaires minoritaires ont été précisées dans le RG-AMF, l'instruction 2006-07 sur les offres publiques d'acquisition (modifiée le 29 avril 2021), ainsi que dans la recommandation 2006-15 sur l'expertise dans le cadre d'opérations financières et l'instruction AMF 2006-08 sur l'expertise indépendante (ces deux derniers textes ayant été modifiés le 10 février 2020).

Les précisions apportées par ces textes paraissent appropriées, dès lors qu'elles prévoient :

- La communication publique et le plus en amont possible de la décision de conformité de l'identité de l'expert¹¹, ce qui donne aux actionnaires la possibilité matérielle de lui transmettre directement leurs éventuelles observations ;
- La transmission par l'AMF à l'initiateur, à la société visée et à l'expert indépendant de toute observation qu'elle recevrait directement d'actionnaires minoritaires (étant précisé qu'une telle démarche d'actionnaires minoritaires est facilitée par la mise à disposition par l'AMF de la boîte mail contactOPA@amf-france.org dédiée aux offres publiques¹²) ;
- En cas d'offre de fermeture, une disjonction entre le dépôt de la note d'information et celui de la note en réponse afin de permettre à l'expert indépendant et à l'organe social compétent de la société visée de prendre connaissance d'éventuelles observations écrites émises par des actionnaires minoritaires¹³ (même si l'absence de délai institué entre la transmission par des actionnaires d'observations écrites et l'émission du rapport de l'expert indépendant n'élimine pas la pratique des addenda) ;
- La présentation par l'expert dans un chapitre dédié de son rapport, des principaux arguments développés dans des observations écrites transmises par des actionnaires minoritaires et, le cas échéant, les raisons pour lesquelles il en a ou non tenu compte¹⁴ ;

¹¹ La recommandation AMF 2006-1 paragraphe 5. Contacts éventuels avec les tiers indique en effet que « Lors de l'annonce des caractéristiques de l'opération ou à la date de désignation de l'expert, si celle-ci est postérieure, le communiqué publié par la société visée devrait mentionner un contact en son sein et le nom de l'expert indépendant mandaté sur l'offre afin que les actionnaires puissent prendre contact avec ces derniers ».

¹² L'instruction AMF 2006-07 article 1 indique que « Les actionnaires peuvent faire connaître à l'AMF leurs observations sur un projet d'offre publique déposé ou annoncé, en envoyant celles-ci à l'adresse suivante : contactOPA@amf-france.org. L'AMF transmet ces observations, en tant que de besoin, à l'initiateur, à la société visée et à l'expert indépendant » (i.e. hors courriers d'actionnaires en doublons, hors sujet, ou à destination de l'AMF uniquement).

¹³ L'article 231-26 du Règlement Général de l'AMF indique en effet que « lorsque l'offre est déposée par un actionnaire détenant déjà, directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée, cette dernière ne peut déposer son projet de note en réponse avant l'expiration du délai de quinze jours de négociation suivant le dépôt du projet de la note d'information par l'initiateur. »

¹⁴ L'instruction AMF 2006-08 §10 mentionne que « Lorsque l'expert indépendant reçoit des observations écrites d'actionnaires concernant sa mission dans les conditions précisées par l'article 1er 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 » (Instruction DOC – 2006 – 08 - §10)

Il convient, sur ce dernier point, de préciser que l'expert indépendant :

- Exerce son jugement afin d'apprécier si les observations écrites reçues d'actionnaires (i) entrent ou non dans le champ de ses compétences et (ii) doivent ou non être mentionnées dans son rapport ;
- Doit, s'il l'estime nécessaire, obtenir de la société visée les documents et informations complémentaires afin d'apprécier les observations écrites qui lui sont transmises.

De son côté, l'avis motivé de l'organe social compétent de la société visée doit mentionner et répondre aux arguments des actionnaires minoritaires, le cas échéant en lien avec le rapport de l'expert indépendant.

Ce dernier doit, en fonction de son appréciation, indiquer, le cas échéant, les principales remarques reçues des actionnaires minoritaires, qui peuvent avoir une incidence sur ses travaux d'évaluation, et la façon dont il en a ou pas tenu compte dans le chapitre de son rapport prévu à cet effet.

Dans son analyse du 8 septembre 2021 des notes d'information en réponse effectuées à la suite de la réforme réglementaire de l'AMF, un premier groupe de travail de l'APEI, en ce qui concerne les relations entre l'expert indépendant et les actionnaires minoritaires, a fait part des constats et formulé les commentaires suivants reprises et faites siennes par le présent groupe de travail :

- Il est de bonne pratique qu'en toutes circonstances l'expert indépendant suggère à ses interlocuteurs d'annoncer sa désignation le plus tôt possible, puis la relaye sur son site Internet, afin de donner aux actionnaires de la société cible qui en manifesteraient le souhait la possibilité de prendre contact avec lui ;
- Par référence à l'article 262-1.I du règlement général de l'AMF, qui stipule que « 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 », les questions soulevées par les actionnaires minoritaires ont vocation à être débattues avec les membres du comité ad hoc¹⁵, afin de délimiter les compétences et responsabilités respectives de l'organe social compétent¹⁶ et de l'expert indépendant, le cas échéant en relation avec l'AMF ;
- Dès lors qu'il est public, le rapport d'expertise indépendante inséré dans le projet de note d'information en réponse de la société cible a valeur juridique ; en conséquence, les réponses aux questions des actionnaires minoritaires reçues postérieurement au dépôt du projet de note en réponse pourront donner lieu à l'émission dans la version finale de la note en réponse :
 - ✓ Soit d'un addendum complétant le rapport d'expertise indépendante et exprimant in fine la conclusion à laquelle conduisent les analyses complémentaires ;
 - ✓ Soit, si cela apparaît plus clair, d'un rapport complet de l'Expert Indépendant venant en substitution du rapport inséré dans le projet de note d'information en réponse de la société cible.

¹⁵ Comité ad hoc constitué conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF.

¹⁶ Sur les questions ne ressortant pas des attributions de l'expert indépendant, dont l'attestation d'équité porte exclusivement sur les conditions financières de l'offre, l'organe social compétent peut rappeler les réponses écrites aux questions posées par les actionnaires lors de la dernière assemblée générale (sur des sujets en relation par exemple avec la gouvernance ou l'indépendance des membres du comité ad hoc).

Annexe : participants à la rédaction du chapitre

Le présent chapitre a été rédigé dans le cadre des travaux d'harmonisation des publications de l'APEI achevés en 2022 par un groupe de travail dont la composition est fournie en introduction, sur la base des propositions de deux rapporteurs, à savoir :

- Joëlle Lasry (Lasry Finance)
- Philippe Leduc (Grant Thornton)

C. Réflexions sur les accords et opérations connexes

Le présent chapitre est structuré en trois parties :

- introduction ;
- constats ;
- recommandations.

1. Introduction

La structuration des offres publiques comprend fréquemment des accords et lorsqu'ils sont effectifs, des opérations dites « connexes » ayant (au moins potentiellement) une incidence sur l'appréciation par l'expert indépendant du prix¹⁷ proposé aux actionnaires minoritaires en contrepartie de leur désengagement du capital¹⁸.

Le recensement des accords et opérations connexes effectué sur les offres publiques qui se sont déroulées en 2011, 2012 et 2013, objet de la première publication du 13 octobre 2014, a été reconduit sur les offres publiques opérées sur les quatre dernières années (2018, 2019, 2020 et 2021).

Pour identifier les offres publiques intégrant des accords et opérations connexes et en établir la liste en **annexe 2**, chaque offre publique intervenue entre 2018 et 2021 a été examinée, par référence aux notes d'information de l'Initiateur et de la Cible en réponse, et plus particulièrement aux rapports de l'expert indépendant ainsi que, le cas échéant, aux addenda à ces rapports ou aux rapports complémentaires émis au stade de l'instruction du projet d'Offre par les services de la Direction des émetteurs de l'AMF.

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

2. Constats

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

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

« 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 :

[...]

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

[...] ».

Cet article est également repris dans la recommandation AMF DOC-2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières mise à jour le 10 février 2020 qui précise que « *lorsque il établit son rapport au titre de l'existence de conflits d'intérêts liés à l'offre au sein du conseil d'administration, de surveillance ou de l'organe compétent de la société visée, l'expert examine, sur la base de la documentation*

¹⁷ Et éventuellement de la parité dans certains types d'offres telles que les OPE.

¹⁸ Par comparaison généralement entre les conditions offertes aux actionnaires minoritaires et celles bénéficiant à l'actionnaire de référence.

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 [suscité]), ces éléments font l'objet d'une revue critique par l'expert afin d'établir en quoi ces accords ou opérations ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du projet d'offre.

Force est de constater que l'AMF s'intéresse systématiquement à la prise en compte par l'expert indépendant dans ses travaux, des accords et opérations connexes et de leur impact sur la détermination du prix d'Offre, a fortiori dans le cas des montages de type LBO, lorsque les managers (actionnaires ou non de la société cible) investissent dans la holding de reprise (en titres, instruments donnant accès au capital¹⁹, instruments de dettes convertibles en titres). Ce sujet peut également susciter l'intérêt des actionnaires dont les titres sont visés par l'offre.

2.2 Contours des accords et opérations connexes

Au-delà de l'appréciation du prix d'offre proposé, le rôle de l'expert indépendant est d'apprécier l'opération de façon globale afin de se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre dans son contexte spécifique. Cette appréciation nécessite de comprendre les enjeux de l'opération et ses impacts pour l'actionnaire minoritaire. Elle porte notamment sur l'analyse critique de l'impact des accords et opérations connexes à l'offre du point de vue de l'égalité de traitement entre actionnaires.

La note du groupe de travail de l'APEI « Réflexions sur le prix équitable dans le contexte des offres publiques » précise les contours des accords et opérations connexes, notamment dans le paragraphe 2 de la section IV « Les accords connexes » qui rappelle, entre autres, qu'« Au-delà de l'alignement du prix offert aux actionnaires minoritaires sur celui dont ont pu bénéficier d'autres actionnaires disposant d'un plus grand pouvoir de négociation, l'expert indépendant doit vérifier que les autres dispositions de l'opération (i.e. autres que le prix) dont il a connaissance ne constituent pas un avantage favorisant financièrement un ou plusieurs actionnaires au détriment des autres. ».

En dépit des obligations décrites dans le paragraphe précédent 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. Les travaux de recensement menés dans le cadre de ce groupe de travail permettent de distinguer les familles d'opérations/accords connexe suivantes :

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

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

¹⁹ BSA, ABSA notamment.

2.3. Nombre relatif d'accords et d'opérations connexes sur l'ensemble des offres publiques étudiées et niveau de complexité

Les accords et opérations connexes recensés à la lecture des rapports des experts indépendants désignés dans le cadre de l'article 261-1 I 4°, concernent un nombre significatif d'opérations ; en effet :

- en 2021, sur une quarantaine d'offres publiques, 22 cas ont été relevés (54%)
- en 2020, sur une trentaine d'offres publiques, 15 cas ont été relevés (47%) ;
- en 2019, sur une trentaine également d'offres publiques, 12 cas ont été relevés (39%) ;
- en 2018, sur environ 25 offres publiques, 8 cas ont été relevés (32%).

En proportion du nombre d'offres publiques, les cas d'accords et d'opérations connexes auraient donc tendance à augmenter. L'étude réalisée sur les années 2011 à 2013 mettait en exergue une tendance plutôt baissière (Un tiers en 2011 vs. 13% en 2013). Il n'y a donc, a priori, pas de tendance générale de long terme même s'il faut souligner le développement des management packages qui accompagnent très souvent les opérations d'évolution du capital et en particulier les offres publiques.

Leur complexité est très variable ; la lecture des rapports des experts indépendants met dans certains cas en exergue la difficulté à en quantifier l'impact chiffré stricto sensu et à en tirer les conséquences sur l'appréciation de l'équité du prix d'offre²⁰, notamment en l'absence de garantie de liquidité immédiate.

2.4. Référence aux travaux d'experts

La question a été débattue en 2014 au sein du premier groupe de travail et avec des représentants de l'AMF de savoir dans quelle mesure l'expert indépendant pourrait se référer à des travaux déjà réalisés par les conseils des sociétés prenant part à l'offre publique, lesquels sont souvent mandatés non pas par la Cible, mais par l'Initiateur²¹. Il serait indispensable qu'en pareil cas l'expert indépendant puisse préalablement :

- apprécier l'indépendance du professionnel (à l'égard de son mandant, ce qui est difficile à démontrer dans le cas de travaux réalisés préalablement à l'offre publique dans un cadre privé) ;
- apprécier la compétence du professionnel (en fonction notamment de son expérience et de sa réputation dans le domaine concerné, de ses qualifications professionnelles, de ses règles et méthodes de travail, ce qui fait nécessairement entrer une part de subjectivité dans le jugement) ;
- se faire une opinion du « sens » des travaux du professionnel au regard de la nature de sa mission²² (ce qui suppose en théorie d'avoir connaissance des instructions données au professionnel en rapport avec les termes de sa lettre de mission) ;
- fixer précisément les modalités de revue des travaux du professionnel (pour autant que le secret professionnel auquel il serait astreint, le secret des affaires de son mandant ou des clauses de confidentialité ne puissent être objectées à l'expert indépendant).

²⁰ Compte tenu de la diversité des scénarii attachés aux prévisions (fenêtres de sortie de l'Initiateur dans la holding de reprise ou d'exercice des options,...) ou des difficultés de modélisation (pouvant notamment nécessiter le recours à des techniques optionnelles, dont les résultats sont par nature très sensibles aux hypothèses retenues).

²¹ Il pourrait par exemple être envisagé que l'expert indépendant puisse avoir connaissance non seulement du rapport, mais également de documents de travail du professionnel ayant procédé à l'évaluation des BSA attachés aux ABSA dans la holding de reprise, en cas de clauses de réinvestissement des dirigeants / actionnaires de la Cible chez l'Initiateur.

²² A titre d'exemple, il ne s'avèrerait pas opportun pour un expert indépendant de se référer aux travaux d'un évaluateur dont la mission aurait consisté, en support à la mission du commissaire aux apports, à valoriser des titres dans une optique « prudente », alors même que l'expert indépendant, par hypothèse, devrait ensuite envisager la valeur de ces titres dans le haut de leur fourchette d'évaluation pour justifier de l'équité du prix d'Offre.

Des exemples de rapports de tiers auxquels les experts indépendants ont pu se référer dans le cadre de leurs travaux sont cités en **annexe 3**.

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

3. Recommandations

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

- s'informer systématiquement de l'existence ou non d'accords et d'opérations connexes dans l'offre publique objet de la mission de l'expert indépendant, préalablement à l'acceptation de la mission et le cas échéant dès la réponse à l'appel d'offres²³ ;
- revoir les dispositions des pactes d'actionnaires préexistants et des opérations intervenues sur le capital de la Cible et de l'Initiateur au cours des derniers mois et exercices écoulés ;
- obtenir de façon systématique les informations sur le financement de l'Offre et les clauses de réinvestissement des dirigeants / actionnaires de la Cible dans la holding de reprise des titres de la Cible ;
- obtenir de façon formelle confirmation auprès des dirigeants de la Cible et de l'Initiateur de l'absence d'autres accords et opérations connexes que ceux dont l'expert indépendant a été informé au stade de l'acceptation de la mission et qu'il aurait pu éventuellement relever au fil de ses travaux ;
- réserver un chapitre à la description et à l'analyse détaillées des accords et opérations connexes dans l'attestation d'équité²⁴, et en tirer les conséquences en conclusion ;
- prendre systématiquement position sur le caractère modélisable ou non des accords connexes et a minima déterminer l'existence ou non d'une garantie de liquidité, le cas échéant d'un complément de prix ;
- en cas de modélisation complexe, indiquer de façon précise les hypothèses retenues, la sensibilité du ou des modèle(s) utilisé(s), et rappeler le degré de responsabilité de l'expert indépendant dans l'examen et l'exploitation des données et prévisions sous-jacentes.

²³ Cf. note intitulée « APEI Groupe de travail sur les Appels d'Offres dans le cadre du choix de l'expert indépendant nommé au titre du Règlement Général de l'AMF ».

²⁴ Respectivement dans la description de l'opération, et à l'issue de la valorisation multicritère, avant les commentaires sur les travaux de l'établissement présentateur.

Annexe 1. : participants à la rédaction du chapitre

Le présent chapitre a été initialement établi dans le cadre d'un groupe de travail composé des membres suivants :

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

Il a fait l'objet d'une mise en jour, dans le cadre des travaux d'harmonisation des publications de l'APEI achevés en 2022 par un groupe de travail dont la composition est fournie en introduction, sur la base des propositions de deux rapporteurs, à savoir :

- Richard Bonnet (JPA International)
- Maxime Hazim (Crowe HAF)

Annexe 2 : Offres publiques sur la période 2018 à 2021 comportant des clauses relatives à des accords ou opérations connexes

Typologie des accords connexes

- 1-A Contrat de cession d'actions de la Cible signé entre un actionnaire Y, d'une part, l'Initiateur et/ou une partie à l'opération, d'autre part ;
- 1-B Contrat d'apport par les dirigeants actionnaires et/ou les sociétés qu'ils contrôlent d'actions de la Cible à l'Initiateur ;
- 1-C Engagement d'apport par certains actionnaires (institutionnels ou autres) des actions détenues dans la Cible à l'Initiateur ;
- 1-D Protocole d'investissement entre un actionnaire, d'une part, et l'Initiateur, d'autre part ;
- 1-E Acquisitions de blocs ou changement de contrôle hors marché et éventuellement contrat d'investissement conclu avec certains actionnaires dirigeants de la Cible ;
- 1-F Promesse de vente et d'achat d'actions sous conditions suspensives signée entre l'Initiateur, d'une part, et les actionnaires de la cible, d'autre part (cession de bloc préalable à l'Offre) éventuellement avec droit de suite ;
- 1-G Promesse de vente d'une filiale / Rachat par une personne physique/morale d'actions de filiales préalablement à l'Offre ;
- 1-H Restructuration de la dette de la Cible antérieure à l'Offre, (remboursement anticipé d'obligations) ;
- 1-I Garantie de passif ;
- 1-J Contrat de cession d'actions ou contrat d'acquisition ; aux termes du contrat d'acquisition, les cédants bénéficient d'un droit de suite jusqu'à 12 mois après la date de résiliation,
- 1-K Protocole transactionnel entre la Cible, l'ex-PDG et une société agissant en concert ;
- 1-L Acte de renonciation des dirigeants et/ou managers à leurs BSA ;
- 1-M Accord d'indemnisation en numéraire à la renonciation au droit de l'actionnaire à recevoir des actions gratuites ; indemnisation due à l'expiration de la période d'acquisition sur la base d'une méthode d'évaluation convenue ;
- 1-N Contrat de prestation de services entre l'Initiateur et la Cible, et éventuellement convention de gestion de trésorerie ;
- 1-O Engagement d'apport à l'Offre d'actions, de BSA et d'AGA, puis éventuellement engagement de vote ;
- 1-P Engagement de conservation, de non-apport et de vote entre la société émettrice, les sociétés de concert et/ou certains actionnaires minoritaires ;
- 1-Q Accord de partenariat commercial entre l'Initiateur et la Cible via une joint-venture préexistante et apport de branche effectué par l'Initiateur à cette joint-venture de façon concomitante ;
- 1-R Contrat de licence et/ou de prestations liées avec sous-traitance entre l'Initiateur et la Cible ;
- 1-S Accords de distribution de produits, de licences de marques et brevets de la cible vers une partie à l'opération, et fourniture de services par la cible à cette même partie ;
- 1-T Engagement d'absorption d'une société partie à l'opération par l'initiateur ;
- 1-U Echange d'actifs entre une partie à l'opération ou un actionnaire et la société cible ;

- 2-A Pacte signé entre l'Initiateur et les dirigeants et actionnaires portant sur les règles applicables à la gouvernance au niveau de l'Initiateur, les règles applicables à la gouvernance au niveau de la Cible, les règles applicables aux transferts de titres, les règles relatives à la liquidité des parties au Pacte, à l'anti-dilution, les règles applicables aux dirigeants actionnaires et aux autres cadres, les règles d'inaliénabilité temporaire applicables aux souscriptions en capital et rachats ;
- 2-B Promesse de vente selon laquelle les dirigeants actionnaires et managers promettent aux investisseurs financiers de céder l'intégralité des titres qu'ils détiendront à la date de départ selon des stipulations définies ;
- 2-C Réinvestissement par des actionnaires de produits de cession d'actions et/ou par apports, rémunéré en AO et/ou ADP ;

- 2-D Complément de prix post opération et droit de suite ;
- 2-E Opération de recapitalisation de la cible avec garantie de l'initiateur ;
- 2-F Promesse de vente et d'achat portant sur les titres de l'initiateur entre un actionnaire participant à l'offre et un actionnaire de l'initiateur ;

- 3-A Contrat de prestation de services entre les dirigeants et l'initiateur ;
- 3-B Révision des clauses du contrat de travail du dirigeant actionnaire et/ou des managers de la Cible, éventuellement nommé également à la tête, ou dans l'équipe de direction de l'Initiateur ;
- 3-C Management package « hybride » consistant en un dispositif d'attribution d'actions gratuites et/ou d'actions de préférence au bénéfice des dirigeants de la cible ;
- 3-D Accords de rétrocession des plus-values à terme sur la cession des titres de la Cible à l'issue de la réalisation du TRI de l'Initiateur ;
- 3-E Emission par l'initiateur au bénéfice des managers de diverses catégories de titres, options et incentives à valoriser ;
- 3-F Maintien des actions gratuites de la Cible en période d'acquisition et organisation de leur liquidité et éventuellement modification des objectifs permettant aux bénéficiaires d'acquérir ces actions gratuites ;
- 3-G Engagement de l'initiateur à verser aux dirigeants et/ou managers des rémunérations exceptionnelles conditionnées ;

- 4-A Garantie de liquidité proposée à des actionnaires non visés par l'Offre ;
- 4-B Garantie de liquidité sur les actions gratuites et/ou ADP (ou résultant de l'exercice de stock-options) sous diverses formes ;
- 4-C Garantie de liquidité sur les actions de la Cible portées par le FCPE ;
- 4-D Garantie de liquidité sur les actions de l'initiateur et/ou de la cible détenues par les dirigeants et les managers ;

- 5-A Accords relatifs à l'émission de titres de la holding de reprise dans le cadre de l'opération ;
- 5-B Conventions de financement conclues entre l'initiateur et une société membre du concert ;
- 5-C Convention de prêt intra-groupe entre l'initiateur et la cible ;
- 5-D Emission par la holding de reprise d'obligations assorties de BSA souscrites par l'investisseur et accord de transfert des actions issues de l'exercice des BSA.

Annexe 3 : Rapports de tiers susceptibles de traiter d'accords connexes

Rapport du commissaire aux avantages particuliers relatifs à l'émission d'actions de catégorie de préférence dans la holding de reprise

Rapport du commissaire aux apports relatifs aux titres apportés par les dirigeants actionnaires dans la holding de reprise

Rapport de tiers évaluateur relatif à l'évaluation d'un apport préalable à l'opération

Rapport d'évaluation indépendante relatif à l'évaluation des BSA attachés aux ABSA dans la holding de reprise

Rapport d'évaluation indépendante relatif à l'évaluation d'instruments de capital (actions de préférences entre autres) permettant la participation des dirigeants à l'investissement dans la holding de reprise et au partage de la valeur

Rapport d'un tiers évaluateur sur la valeur des ADP

Rapport d'évaluation indépendante sur la société initiatrice de l'Offre

D. Critères écartés

Après une introduction, ce chapitre traitera des principaux critères écartés en pratique :

- l'actualisation des dividendes,
- l'actif net comptable consolidé,

avant d'effectuer quelques observations empiriques tirées de l'analyse des offres publiques et de tirer des conclusions.

Introduction

Les évaluations réalisées dans le cadre des Offres Publiques sont basées sur l'approche multicritère qui suppose d'écarter exclusivement les références jugées non pertinentes au cas d'espèce ou les méthodes redondantes. Les critères ou références de valorisation les plus souvent retenus sont l'actualisation des cash-flows disponibles, les multiples de sociétés cotées comparables, le cours de bourse, les transactions sur le capital de la société visée et les multiples de transactions comparables (cf. annexe 1), un ou plusieurs de ces critères pouvant toujours être jugés non pertinents ou non applicables, faute d'information ou de référence, et être écartés.

Les critères les plus souvent explicitement écartés sont l'actualisation des dividendes et les méthodes basées sur l'actif net, comptable ou réévalué, sauf dans les quelques secteurs où ils se sont appropriés, à savoir, l'immobilier et le secteur financier au sens large (banques, holdings...).

Le groupe de travail s'est volontairement placé dans le cadre d'évaluations de sociétés cotées pour des Offres Publiques, hors secteurs financiers et immobiliers, ces derniers méritant du fait de leurs spécificités une réflexion ad hoc.

Cette pratique, très partagée pour les évaluations réalisées dans le cadre d'Offres Publiques, vient notamment de la généralisation de la méthode des cash-flows disponibles, qui permet de tenir compte de la capacité réelle à générer du cash-flow, contrairement aux méthodes basées sur le dividende qui dépendent d'un taux de distribution qui peut être relativement arbitraire, et intègre la valeur de la totalité des actifs corporels et incorporels sur la base de la rentabilité qu'ils génèrent, remplaçant ainsi avantageusement l'ANR pour les sociétés pour lesquelles elle peut être mise en œuvre.

Si l'exclusion des méthodes basées sur le dividende ne paraît pas avoir été remise en cause dans le contexte spécifique des Offres Publiques dans lequel s'est placé le présent groupe de travail²⁵, l'exclusion de l'actif net comptable peut poser question²⁶. En effet, l'introduction des normes IFRS basées en partie sur des valeurs de marché, a *a priori* plutôt conduit à renforcer, dans l'esprit d'un certain nombre d'investisseurs, particuliers ou professionnels, l'assimilation de l'actif net comptable à une valeur plancher.

Si le sujet n'avait pas réellement fait débat depuis les contentieux largement médiatisés au début des années 2000 (Orange et Louis Dreyfus Citrus, cf. annexes), les crises financières peuvent ponctuellement induire des valorisations de marché (cours de bourse mais également transactions en décote) par rapport à l'actif net comptable consolidé des sociétés visées. Ainsi, un certain nombre d'Offres Publiques ont été réalisées à des prix sensiblement inférieurs à l'actif net comptable des cibles, suscitant débats et questions.

Nous allons examiner, ci-après, les principaux critères écartés en pratique.

1. L'actualisation des dividendes

Le dividende en lui-même n'est pas une méthode mais un indicateur, sa prise en compte nécessitant de procéder à une actualisation de flux futurs.

Les méthodes basées sur le dividende ont longtemps été utilisées, et continuent parfois de l'être, pour des participations minoritaires dans des sociétés non cotées, car elles permettent de déterminer directement la valeur des actions détenues par un actionnaire minoritaire.

²⁵ Même s'il convient en tout état de cause d'être vigilant lorsque la société visée a/aura une politique significative et récurrente de distribution.

²⁶ Etant considéré dans certains cas comme une valeur plancher.

Plusieurs raisons expliquent que ce critère soit peu mis en œuvre pour des sociétés cotées :

- la tendance générale au remplacement des méthodes de valorisation directe des capitaux propres par des méthodes privilégiant la valorisation de l'actif économique, la valeur des capitaux propres étant obtenue après déduction de la dette ;
- l'écart qui peut exister entre le taux de distribution constaté à un instant « t » sur une société et sa capacité réelle de distribution ainsi que la possibilité pour l'actionnaire majoritaire de modifier cette politique de façon discrétionnaire ;
- la possibilité de distribuer le dividende en actions de la société émettrice ;
- enfin, le développement des distributions ponctuelles aux actionnaires sous forme de rachat d'actions ou de réductions de capital qui rendent difficile l'application des méthodes basées exclusivement sur le dividende.

En conséquence, l'évaluation intrinsèque par actualisation des cash-flows disponibles est généralement privilégiée car elle reflète la capacité économique d'une entreprise à générer de la trésorerie et donc à créer de la valeur après déduction des passifs²⁷.

Le fait d'écarter le critère de dividende n'a pas été remis en cause - notamment lors de contentieux - y compris pour des sociétés détenues très majoritairement et distribuant des dividendes significatifs mais non pérennes. Il convient d'expliquer le fait d'écarter ce critère.

Il faut également apprécier les caractéristiques de ce critère au regard notamment des spécificités du secteur auquel appartient la société visée (cas particulier des sociétés foncières par exemple). On notera qu'en théorie financière, à partir du moment où les sommes non distribuées devraient être prises en compte dans la création de valeur dans les modèles basés sur le dividende, les résultats des différentes méthodes, qu'elles soient basées sur la distribution de dividendes ou sur les cash-flows disponibles, doivent être assez proches.

L'examen des rapports émis par les experts indépendants entre 2018 et 2021 (cf. annexe) met en évidence un recours occasionnel à la méthode du rendement du dividende. Sur 117 opérations, elle n'a été utilisée que 3 fois à titre principal dans le cadre d'opérations portant logiquement sur des titres d'établissements financiers et 3 fois à titre de recoupement.

La même analyse portant sur une période plus longue (10 ans) entre 2006 et 2016 réalisée sur 300 offres publiques sur tout type de cible confirme ce constat. En effet, la méthode des dividendes a été utilisée 10 fois sur des établissements financiers et uniquement une fois sur une cible évoluant dans le secteur des biens de consommation (cf. annexe).

S'agissant de ces derniers cas, on peut s'interroger sur la pertinence de la mise œuvre de cette méthode, redondante avec celle d'actualisation des cash-flows, et reposant souvent sur des hypothèses moins précises.

Nous relevons également que les écarts parfois significatifs observés entre les méthodes d'actualisation des dividendes et des cash-flows devraient être expliqués.

²⁷ Les calculs étant un peu différents pour les entreprises bancaires avec un modèle basé sur la distribution du résultat net sous contrainte du respect d'un niveau de ratio de solvabilité.

2. L'Actif Net Comptable (consolidé)

Si les évaluateurs s'accordent généralement aujourd'hui pour écarter ou ne pas utiliser les critères d'actifs nets, comptables, corrigés ou réévalués, sauf pour des secteurs bien identifiés, immobilier ou sociétés financières ou holdings, il n'en reste pas moins une référence de valorisation ou un indicateur de valeur dans un certain nombre de situations, notamment en ce que l'actif net comptable est un critère « en lecture directe » et que, issu de règles comptables arrêtées dans une optique de prudence, il a longtemps été considéré comme une « valeur plancher ».

Le concept d'actif net comptable comme valeur minimale a ses limites, notamment lorsque des pertes sont anticipées ou même lorsque la rentabilité des capitaux investis est durablement insuffisante.

Ainsi, il existe des transactions sectorielles faisant ressortir des décotes relativement récurrentes, et non pas simplement de bas de cycle, sur ce critère, mais cela reste cependant l'exception.

Plus spécifiquement les évaluations menées dans le cadre d'Offres Publiques ont donné lieu à des débats et contentieux sur ce sujet qui, bien que connus de tous, méritent d'être rappelés, sachant que les principaux d'entre eux sont antérieurs à l'introduction des normes IFRS.

Il faut également tenir compte de la réglementation, mise à jour à la suite au rapport Naulot, qui traite du sujet de l'actif net comptable, sachant que jusqu'en 2007/2008 peu d'évaluations/expertises ont eu à traiter de cet élément du fait des niveaux élevés de valorisation atteints par les marchés boursiers.

Après la crise financière de la fin des années 2000, les exigences de niveau de fonds propres réglementaires ont été renforcées conduisant à observer pour les banques des décotes entre les capitalisations boursières et leur actif net comptable²⁸, y compris sur les actifs nets comptables tangibles.

2.1 Rappel de la jurisprudence et de la réglementation applicables

Les derniers grands contentieux remontent à la première moitié des années 2000 ²⁹Il n'est pas inutile de lire ou relire ces arrêts, en ce compris les notes afférentes., Pour résumer, le sujet sur Louis Dreyfus Citrus était la décote sur l'actif net comptable consolidé de la cible alors que pour Orange, la Cour a eu à traiter de l'application de la parité et de l'écart observé entre le prix d'offre et la valeur des titres dans les comptes sociaux de la société mère, en l'occurrence France Télécom.

Pour restituer l'environnement, s'agissant de Louis Dreyfus Citrus, c'est le Conseil des Marchés Financiers qui avait refusé l'OPRO au prix envisagé, cette décision ayant fait l'objet d'un appel de la part de l'initiateur, Simgar/groupe Louis Dreyfus, le bien fondé du refus du Conseil des Marchés Financiers ayant été confirmé par la Cour et le RO ayant eu lieu ultérieurement à un prix correspondant à l'actif net comptable.

Pour Orange, le Conseil des Marchés Financiers avait donné son accord sur le prix, les minoritaires avaient attaqué cette décision et la Cour a confirmé la position du Conseil des Marchés Financiers. En conséquence, le RO a été réalisé à un prix faisant ressortir un écart significatif par rapport à la valeur des titres dans les comptes de France Télécom.

Si les débats, qui ont eu lieu autour du contentieux « Orange », incitent à analyser avec précision les différentes valeurs qui ont pu éventuellement être arrêtées pour une même société ou des titres de cette société à l'intérieur d'un groupe lorsqu'il convient de se prononcer sur le caractère équitable du prix proposé

²⁸ Une attention particulière doit être portée sur le mix des différentes lignes de métiers exercées par les établissements financiers, qui ne sont pas soumises aux mêmes exigences de fonds propres.

²⁹ Cf. notes et réflexions de l'AMF/arrêt de la Cour d'Appel du 9 avril 2002 sur Louis Dreyfus Citrus et chronique sur l'arrêt Orange, Banque et Droit juin 2004.

dans le cadre d'une Offre Publique, il n'en reste pas moins probable que cette situation demeure un cas isolé alors que le contentieux concernant la décote sur l'actif net consolidé de Louis Dreyfus Citrus traite d'un problème que l'on peut voir réapparaître, notamment dans des contextes de bas de cycles boursiers.

On rappellera ainsi que l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) déposée par la société Simgar, actionnaire majoritaire de Louis Dreyfus Citrus au prix de 14 € par action avait été déclarée recevable le 27 juillet 2001 mais que des actionnaires minoritaires détenant plus de 5% du capital avaient fait savoir qu'ils n'apporteraient pas leur titre à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS). Du fait de la survenance des événements du 11 septembre, ces mêmes actionnaires ont mis fin à leur engagement pour, *in fine*, apporter leurs titres à l'OPAS, ce qui a permis à Simgar de détenir 97,5% des titres de sa filiale à la clôture de l'offre le 14 septembre 2001 et de déposer un projet d'Offre Publique de Retrait (OPR) suivie de Retrait Obligatoire (OPR-RO) le 31 octobre 2001 au prix de l'OPAS, soit 14 € par action Louis Dreyfus Citrus. Le 2 novembre 2001, malgré l'avis favorable des services, le Conseil des Marchés Financiers déclarait le projet d'Offre Publique de Retrait suivi d'un Retrait Obligatoire irrecevable dans ces termes :

« ...Il a relevé que le prix proposé faisait apparaître une décote de 43% par rapport au montant des capitaux propres du groupe au 30 juin 2001 (24,6€ par action avant versement du dividende) pourcentage en augmentation par rapport au 30 juin 2000. Ce montant intègre les écarts de conversion à hauteur de 8,2€ par action au 30 juin 2001. Le Conseil a considéré que :

- *la fixation du prix d'offre à 14€ revient de facto à ne pas tenir compte de cette composante des capitaux propres alors qu'elle ne peut être omise de manière indiscutable dans la présente approche de valorisation de la société, le motif que seule la cession des actifs correspondants permettrait de l'appréhender n'étant pas suffisant à lui ôter tout caractère significatif au cas d'espèce ;*
- *s'il ne peut être nié que l'insuffisance de la rentabilité de la société est génératrice d'un « badwill », extériorisé par l'actualisation des flux futurs, la volatilité de ses résultats et sa situation particulière de bas de cycle, traduites notamment par l'impossibilité de dégager une valorisation par les méthodes analogiques, font en l'espèce peser une incertitude sur le caractère pertinent de l'écart entre le prix d'offre et le montant des capitaux propres consolidés par action.*

Pour ces motifs et à raison du retrait obligatoire devant intervenir à l'issue de l'offre publique de retrait et quel qu'en soit le résultat, le Conseil a décidé de ne pas prononcer la recevabilité du projet d'offre qui lui a été soumis... ».

Un recours devant la Cour d'appel a été formé contre cette décision.

La Cour d'appel a confirmé dans son arrêt du 9 avril 2002 le bien-fondé de la position du Conseil des Marchés Financiers estimant notamment que :

- même s'il était vrai que le niveau élevé de l'actif net comptable reposait en partie sur les éléments exogènes, dont les actionnaires ne pourraient bénéficier qu'en cas de cession d'actifs non prévue, les écarts de conversion resteraient une composante des capitaux propres et l'expression d'une valeur, dont le prix de 14 € ne tenait pas compte ;
- la pertinence du « retraitement de l'actif net comptable de la société Louis Dreyfus Citrus par l'imputation d'un badwill lié à l'insuffisance de cette rentabilité », n'était pas établie puisque les informations sur la rentabilité étaient déjà extériorisées par la méthode de l'actualisation des cash-flows et la référence au cours de bourse.

In fine, une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire était initiée en avril 2003 au prix de 21,30 € correspondant à l'actif net comptable de la société.

Si le temps a passé, les critères ou références de valorisation mises en avant au début des années 2000 dans l'arrêt Louis Dreyfus Citrus sont toujours en vigueur.

En effet, à la suite de ces deux contentieux, nous constatons que :

- l'examen de la valeur dans les comptes de l'actionnaire majoritaire des titres visés par l'offre est réalisé de façon quasiment systématique par les experts indépendants dans le cadre des Offres Publiques ;
- l'actif net comptable, même s'il continue à n'être que très rarement retenu comme critère d'évaluation, constitue une référence forte dans l'optique d'éviction induite par le retrait obligatoire en particulier lorsque l'initiateur détient le contrôle de la société visée préalablement à l'opération.

En outre, si l'instruction relative aux Offres Publiques d'Acquisition du 25 juillet 2006, modifiée le 28 septembre 2006 et le 10 février 2020 ne fait pas référence aux valeurs d'actifs et met en avant les le plan d'affaires et les synergies éventuelles, les recommandations de l'AMF sur l'expertise indépendante (28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 10 février 2020) en font état dans le chapitre 3, « la mise en œuvre d'une approche multicritère », distinguant deux notions qui sont les méthodes d'évaluation (analogiques et intrinsèques) et les références de valorisation : « *Les références de valorisation complètent l'analyse de l'expert indépendant en la confrontant à des indicateurs de valeur qui sont notamment :*

- *la valeur comptable des actifs ;*
- *le cours de bourse de la société ;*
- *les opérations significatives réalisées sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation ;*
- *les cours cibles des analystes ».*

La recommandation précise : « *Pour chaque évaluation, l'expert indépendant définit, en fonction de la pertinence des informations disponibles, la ou les méthodes qui sont les mieux adaptées à la société concernée. L'expert indépendant met en œuvre, lorsqu'elles sont pertinentes, les deux familles de méthodes définies ci-dessus. Il confronte les résultats obtenus aux références disponibles et explique clairement la démarche qui l'a conduit à privilégier telle méthode ou référence par rapport à une autre.*

L'expert indépendant justifie dans son rapport, en des termes adaptés aux caractéristiques de chaque évaluation, la décision d'exclure toute méthode ou toute référence de valorisation précédemment citée (en particulier s'il s'agit des cours de bourse historiques ou d'une moyenne des cours de bourse), en exposant, lorsque cela est possible, les résultats auxquels la méthode ou la référence exclue aurait conduit. »

On soulignera également que les recommandations de l'AMF n'ont pas suivi les propositions du rapport « Naulot » sur l'expertise indépendante soumis à consultation, qui incluait l'actif net dans une rubrique sur la notion de « prix minimum », actif net comptable (ANC) et actif net réévalué (ANR) devant être considérés comme une « référence forte » pour les OPR-RO et OPAS volontaires.

Si le contentieux se rapportant à l'actif net comptable montre que ce critère peut constituer une référence forte, notamment lorsqu'une évaluation multicritère est difficile à mettre en œuvre et que les actions de la société visée par l'Offre Publique font ou peuvent faire l'objet d'un retrait obligatoire, l'actif net comptable de la société visée par une Offre Publique ne constitue pas un prix minimum selon la réglementation applicable en France.

En février 2020, l'AMF a confirmé que les différentes références de valorisation telles que le cours de bourse ou l'actif net comptable comme prix plancher s'avèreraient peu pertinentes, complexes en pratique, et en tout état de cause impossibles à appliquer de façon mécanique à tous les secteurs d'activité.

Ainsi par exemple, le critère de l'actif net comptable ne peut être appliqué indistinctement au secteur bancaire, à un holding de participations, ou à une entreprise de biotechnologies.

Si la notion de « prix plancher » n'a pas été retenue, il convient toutefois de retenir le principe de « *comply or explain* » pour ce qui concerne l'actif net comptable (ou le cours de bourse). Si le prix d'offre est inférieur, il doit être fourni une explication spécifique.

Au cours de ces dernières années, la jurisprudence sur cette thématique n'a pas évolué. En revanche, plusieurs opérations ont fait l'objet de courriers des minoritaires adressés à l'AMF qui a été conduite à prendre les positions suivantes en cohérence avec les précédentes remarques :

- En 2019, l'acquisition par la société Horizon d'un bloc de 9,59% de Parrot, société qui développe et commercialise des drones grand public et professionnels, au prix de 3,20 € par action auprès d'Amiral Gestion, déclenche l'obligation pour Horizon de déposer un projet d'Offre Publique qui sera lancée au même prix de 3,20 € par action.

Des minoritaires ont fait valoir « *que l'évaluation des actions PARROT devait aussi intégrer l'actif net comptable (5,6 € par action au 31 décembre 2018) et une valeur liquidative qui ferait ressortir une valeur par action supérieure d'autant que la société demeure en situation de trésorerie nette positive...* ».

L'AMF a considéré que la référence au prix du rachat du bloc auprès d'un professionnel averti constituait une référence pertinente. S'agissant de la non prise en compte des critères contestés par les minoritaires, l'AMF a relevé que « *la non prise en compte de la référence à l'actif net comptable au 31 décembre 2018 ou d'une approche liquidative est adaptée au contexte de l'opération (poursuite de l'activité de la société PARROT ; absence de retrait obligatoire).* »³⁰

Cette opération n'impliquant pas de retrait obligatoire, l'AMF a accordé un poids prépondérant à la référence de prix relative au rachat de bloc à l'origine de l'Offre Publique. Cette référence lui paraissait plus pertinente que celle de l'actif net comptable ou la référence à la trésorerie disponible ou encore à une valeur liquidative.

- En 2021, BPCE a déposé une Offre Publique d'Achat Simplifiée au prix de 4,0 € (dividende inclus de 0,06 €, puis détaché) suivie, si les conditions étaient remplies, d'un retrait obligatoire, sur les titres de NATIXIS, dont le produit net bancaire se répartissait à hauteur de 46% sur la gestion d'actifs, 38% sur les activités bancaires et le solde sur l'assurance et les paiements.

Des actionnaires minoritaires ont fait valoir notamment que le prix proposé était « *inférieur à l'actif net comptable de NATIXIS au 31 décembre 2020 qui s'élevait à 5,40 € par action (actif net tangible de 4,10 € par action à la même date) et inférieur à la valeur de la participation de NATIXIS dans les comptes sociaux de BPCE, soit 5,30 € par action* ».

L'AMF relevait que :

- ✓ « la valeur d'utilité de NATIXIS dans les comptes de BPCE repose sur des paramètres, tenant compte de la situation spécifique BPCE, lesquels sont différents de ceux retenus dans le cadre d'une valorisation de NATIXIS ».
- ✓ et s'agissant de la référence à l'actif net, que « celle-ci doit être relativisée en raison des contraintes réglementaires et du fait que la rentabilité des capitaux propres est inférieure au rendement attendu par les investisseurs, ce qui explique les décotes observées historiquement de la valeur des fonds propres par rapport aux actifs nets des banques françaises et européennes »³¹.

³⁰ Décision de conformité l'AMF n°20190C397 du 5 mars 2019.

³¹ Décision de conformité AMF n°2021C0803 du 15 avril 2021.

L'AMF concluait que les méthodes d'évaluation retenues pour valoriser Natixis et le prix de l'offre étaient³², conformes aux principes posés par le législateur et le règlement général, ainsi que la jurisprudence.

- Le contentieux Club Méditerranée (Arrêt de la Cour d'appel de Paris du 29 avril 2014).

Dans le cadre de ce contentieux, l'ADAM et le CIMAF, les requérants, ont critiqué la méthodologie utilisée par l'expert indépendant. Selon eux, au vu du rapport de l'expert indépendant, l'AMF n'aurait pas examiné la cohérence et la pertinence des informations fournies pour la fixation du prix.

En effet, l'ADAM reprochait à l'expert indépendant d'avoir retenu uniquement des éléments d'évaluation « subjectifs », soit les méthodes fondées sur l'actualisation des cash-flows et la méthode des comparables boursiers, au mépris de la méthode de l'actif net réévalué qui aurait intégré la valeur de la marque et des actifs immobiliers du groupe Club Méditerranée. L'ADAM et le CIMAF contestaient également le fait que l'expert indépendant écartait les « primes de majorité » en raison de l'absence de synergies à développer alors que le co-initiateur Fosun était déjà un partenaire du Club Méditerranée sur ses premiers villages en Chine avec des synergies attendues du rapprochement envisagé.

L'ADAM relevait également que l'expert indépendant aurait dû se prononcer sur le retrait obligatoire dans la mesure où l'initiateur l'envisageait à l'issue de son offre.

L'arrêt de la Cour d'appel de Paris a rappelé que, s'agissant d'un projet d'Offre Publique volontaire de prise de contrôle soumise à la procédure normale, l'appréciation de l'AMF sur les conditions financières de l'offre portait « *non sur le prix de l'offre que l'initiateur a la faculté de fixer librement, mais seulement sur la cohérence des éléments d'évaluation figurant dans les notes d'information, au regard, notamment du rapport de l'expert indépendant (...) en s'assurant que le prix résulte d'une analyse multicritère soumise à la critique de cet expert.* » Or, l'AMF avait pu constater que l'expert avait mené des travaux d'évaluation selon une approche multicritère et que, pour chacune des méthodes d'évaluation, l'expert s'était expliqué sur leur pertinence et les raisons pour lesquelles certaines méthodes avaient été écartées.

L'expert indépendant avait notamment expliqué et justifié dans son rapport qu'il n'était ni possible, ni pertinent, d'isoler la valeur des actifs immobiliers. L'expert indépendant avait par ailleurs démontré que la méthode des flux de trésorerie actualisés intégrait la valorisation réelle de la marque par les flux de trésorerie qu'elle générait.

Concernant l'absence de prise en compte d'une prime de contrôle critiquée par l'ADAM, la Cour d'appel avait considéré que l'expert indépendant s'était prononcé sur l'absence des synergies en validant d'une « *manière très motivée* » l'appréciation portée par l'initiateur et qu'aucun élément produit par l'ADAM ne remettait en cause les appréciations de l'expert indépendant.

S'agissant de la question du retrait obligatoire, la décision de la Cour d'appel a rappelé que, l'offre étant volontaire, soumise à la procédure normale, de sorte que si les conditions sont réunies, « *le retrait obligatoire est de droit en application de l'article 237-16 du RGAMF, ce qui suffit à expliquer que l'expert indépendant n'était pas tenu d'aborder la question du retrait obligatoire.* »

Sur la base de ce qui précède, la Cour d'appel a rejeté les moyens soulevés par les requérants.

2.2 Impact des IFRS

Il convient de rappeler brièvement le rôle généralement attribué à la comptabilité. Selon l'article 121-1 du Plan Comptable Général « *la comptabilité est un système d'organisation de l'information financière permettant de saisir, classer, enregistrer des données de base chiffrées et présenter des états reflétant une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'entité à la date de la clôture* ».

³² Compte tenu du retrait obligatoire envisagé par l'initiateur si les conditions étaient remplies.

Deux objectifs complémentaires sont généralement assignés à la comptabilité :

- une fonction de contrôle permettant aux actionnaires de s'assurer de la bonne gestion des dirigeants ;
et
- une fonction d'information pour les utilisateurs des comptes dans le cadre de leurs prises de décisions économiques.

Elle procure une photo instantanée de la situation de la société dans son environnement à la date de l'arrêté des comptes – voire même antérieurement, à la clôture des comptes.

La comptabilité n'a pas pour objet de prévoir ni de refléter les performances futures, rôle qui est attribué généralement aux analystes financiers et aux investisseurs.

Ainsi, l'actif net qui ressort de la comptabilité ne constitue pas à lui seul une référence de valeur, mais un agrégat indispensable à la mesure de la rentabilité (retour sur capitaux investis, ou ROCE), permettant notamment de mesurer la création ou la destruction de valeur par les dirigeants.

S'agissant des IFRS, le référentiel adopté par l'IASB poursuit l'objectif d'une information financière enrichie qui ne trouve pas systématiquement de traduction comptable dans le bilan et le compte de résultat de l'entité. L'entité est notamment amenée à délivrer dans ses notes annexes des informations sur la juste valeur d'actifs³³.

Si les IFRS accordent une place significative à la juste valeur³⁴ des éléments d'actifs et de passifs lors de leur comptabilisation initiale, aucun bilan arrêté selon ce référentiel ne peut être qualifié de « bilan en juste valeur ».

Si les établissements financiers inscrivent à leur bilan une partie significative de leurs actifs à leur juste valeur, en raison notamment de leurs activités de portefeuille, d'autres secteurs d'activité ont une part marginale de leurs actifs valorisés au bilan en juste valeur.

En effet, de nombreux actifs et passifs sont inscrits au bilan à leur coût amorti, d'autres actifs créés en interne (marque, clientèle, ...) ne sont pas reconnus au bilan, les coûts de développement ne le sont que partiellement et les tests de dépréciation des principaux actifs se fondent généralement sur la valeur d'usage qui ne saurait être assimilée à une valeur de marché.³⁵

Se posent alors deux questions : (1) dans quelles situations doit-on s'interroger sur la valeur d'inventaire dite recouvrable d'un actif et (2) quelles sont les modalités de mise en œuvre de cette estimation ?

Pour apporter des éléments de réponse à la première question, on peut schématiquement répartir les actifs en deux catégories :

- les actifs incorporels à durée d'utilité indéterminée ou non mis en service et les goodwill dont la valeur est testée au moins une fois par an ;
- les autres actifs qui doivent faire l'objet d'un test de dépréciation, s'il existe un indice de leur perte de valeur.

³³ Actifs de placement par exemple inscrits au bilan à leur coût historique ou de passifs inscrits au coût amorti

³⁴ Définie par l'IASB comme le montant pour lequel un actif ou un passif pourrait être échangé entre deux parties bien informées et consentantes dans des conditions de concurrence normales

³⁵ Pour apporter un éclairage sur la valeur des actifs à long terme d'une entité, il convient de se référer à la norme IAS 36 qui régit la dépréciation des actifs³⁵. Cette dernière définit la valeur recouvrable d'un actif ou d'une unité génératrice de trésorerie (UGT) comme la valeur la plus élevée entre sa juste valeur diminuée des coûts de la vente et sa valeur d'utilité, étant observé que si l'un ou l'autre des deux montants est supérieur à la valeur comptable de l'actif, celui-ci n'est pas déprécié et il n'est pas nécessaire d'estimer l'autre montant.

Si la norme IAS 36 précise des indices de perte de valeur, tels que d'importants changements intervenus ou à intervenir dans la société ou son environnement, l'augmentation des taux d'intérêts, ou encore l'obsolescence ou la dégradation physique, qu'en est-il par exemple d'un actif ou d'un ensemble d'actifs dont la rentabilité est structurellement faible ? Seule la considération d'un niveau d'exigence de rentabilité propre au contexte d'une transaction peut permettre de rétablir la juste valeur. Cela ne peut être raisonnablement l'ambition ni même la vocation de la comptabilité.

Une fois établie la nécessité de procéder ou non à un test de dépréciation d'un actif, sa valeur recouvrable est déterminée pour un actif pris individuellement à moins que l'actif ne génère pas d'entrées de trésorerie largement indépendantes de celles d'autres actifs ou groupes d'actifs. Dans cette dernière hypothèse, la plus fréquente en pratique, la valeur recouvrable est déterminée pour l'UGT à laquelle l'actif appartient.

Pour déterminer une valeur d'utilité, la société doit établir les projections de flux de trésorerie sur une période maximum de 5 ans représentant la meilleure estimation de la direction de l'ensemble des conditions économiques qui existeront pendant la durée d'utilité de l'actif restant à courir, en excluant les entrées ou les sorties de trésorerie futures susceptibles d'être générées par des restructurations futures ou par l'amélioration ou l'accroissement de la performance de l'actif.

Le taux de croissance à moyen et long terme ne doit pas excéder celui anticipé dans le secteur d'activité de la société cible sauf à pouvoir justifier d'un taux supérieur.

Ainsi, l'appréciation des projections de cash-flows, encadrées par des règles spécifiques aux normes IFRS, laisse nécessairement place à la subjectivité de la direction, teintée selon le cas d'optimisme ou de prudence, mais qui doit nécessairement s'inscrire dans une perspective à long terme, certaines dépréciations constatées pouvant être irréversibles.

En application de la norme IAS 36, le taux à retenir, pour actualiser ces flux, doit refléter l'appréciation courante du marché de la valeur temps de l'argent, les risques spécifiques à l'actif pour lequel les estimations de flux de trésorerie futurs n'ont pas été ajustés et s'entendre avant impôt³⁶. Il est ici fait référence de façon partielle à des données de marché, étant observé que leur transposition nécessite dans tous les cas des corrections pour répondre aux exigences de la norme IAS 36, tel que l'illustre le retraitement de l'impôt sur les sociétés³⁷.

L'expert indépendant retient ses propres paramètres sans nécessairement se référer à ceux retenus dans les tests d'*impairment* établis en application de la norme IAS 36.

Ceci a été confirmé par la Cour d'appel qui avait jugé recevable l'argument des sociétés France Télécom et Orange qui objectaient que l'évaluation par actualisation de cash-flows établie pour la détermination de la valeur d'usage ou valeur comptable des actions Orange dans ses comptes, envisageait la conservation des titres, tandis que l'évaluation établie par les évaluateurs pour les besoins tendait, à l'opposé, à appréhender la valeur vénale actuelle des actions Orange, dans la seule perspective d'une « cession d'actifs ».

La Cour d'appel de Paris avait donc admis la possibilité de retenir des paramètres différents de ceux utilisés dans les états financiers, afin de valoriser une société dans le cadre d'un Retrait Obligatoire.

Elle avait précisé que « *chaque exercice de valorisation s'inscrivant dans un cadre réglementaire et méthodologique distinct, les évaluateurs (...) étaient fondés à retenir des hypothèses ou des paramètres différents* ».

³⁶ Les flux considérés n'étant pas eux même affectés de l'impôt.

³⁷ Dans sa décision de conformité n°219C1942 du 14 octobre 2019, l'AMF relève « *qu'au cas particulier, l'expert met en avant d'une part la spécificité de la détermination de la valeur d'utilité des actifs d'une société dans le cadre des tests de perte de valeur par rapport à son évaluation globale et d'autre part la pratique observée en la matière, ces deux points faisant apparaître une différence entre les taux d'actualisation utilisés entre les deux exercices* ».

En outre, il est admis de s'écarter dans certains contextes des données de marché les plus récentes. La recommandation de l'AMF du 29 octobre 2008 sur l'arrêté des comptes 2008 observe qu'« *en période de forte volatilité des primes de risque exigées par le marché, la mise en œuvre de cette démarche est délicate. Il nous semble qu'à l'instar de la recommandation du CNC, de la Commission bancaire, de l'ACAM et de l'AMF citée plus haut, une approche raisonnable et cohérente avec les données historiques dont dispose l'entité peut être mise en œuvre pour corriger certains effets de la perturbation des marchés sur la prime de risque* ». Une telle approche conduit inévitablement à s'écarter des données de marché et de l'exigence de rentabilité des investisseurs à la date d'arrêté des comptes.

La meilleure référence ressort d'une éventuelle offre ferme de vente de cet actif à la date de clôture des comptes, référence qui dans la pratique est quasi-inexistante.

À défaut, il convient de se référer aux prix constatés sur un marché actif.

En l'absence de marché actif, doivent être recherchés des résultats des transactions récentes sur des actifs similaires dans le même secteur d'activité. Dans l'hypothèse où de telles références n'existeraient pas – ce qui est souvent le cas pour de nombreuses catégories d'actifs – et en dernier recours, il convient de déterminer la valeur d'utilité avec les limites ci-dessus exposées.

Enfin, notons que certaines règles relatives à la comptabilisation d'un passif conduisent à ne pas reconnaître en comptabilité des engagements même pris avant l'arrêté des comptes. C'est notamment le cas des restructurations qui ne peuvent être provisionnées que si elles ont été annoncées avant la date de clôture des comptes. En revanche, dans le cadre de l'appréciation de la valeur d'une société, le coût de ces plans et leurs effets sur la performance future doivent nécessairement être appréhendés.

Il ressort de ces premiers constats que la comptabilité traduit avant tout des valeurs d'utilité qui ne sont pas nécessairement le reflet à tout instant de valeurs de marché. Dans certains cas, les valeurs d'utilité sont supérieures aux valeurs de marché, soit le prix qu'un investisseur normalement informé serait prêt à payer pour prendre le contrôle de ces actifs.

Si le référentiel IFRS permet de recenser dans les notes annexes des comptes une information riche et souvent utile à l'évaluation, la comptabilité à elle seule n'a pas pour vocation d'anticiper les performances futures et l'actif net comptable ne constitue pas dès lors une référence directe de valorisation.

2.3 Quelques cas de décotes, apparentes ou réelles, sur actif net comptable

Compte tenu des écarts, qui peuvent exister, entre les capitaux propres d'une entreprise en IFRS et la valeur de marché de cette dernière, le groupe de travail APEI s'est attaché à examiner des exemples de situations rencontrées par les experts indépendants.

Cas numéro 1 : part significative des actifs testés IFRS

Il est assez rare que l'ensemble des actifs détenus par la société évaluée ait fait l'objet d'une valorisation dans le cadre de l'arrêté de ses comptes en IFRS.

Il n'est cependant pas inutile de prendre connaissance de la méthodologie retenue par la société, des business plans et des paramètres utilisés pour réaliser ces évaluations.

L'expert indépendant pourra prévoir un échange avec le management sur ces éléments, notamment si les paramètres retenus sont éloignés des données ou des pratiques de « marché ».

S'agissant du cas particulier où l'ensemble des actifs de la société évaluée aurait fait l'objet de tests de dépréciation³⁸, il est clair que ces travaux doivent être portés à la connaissance de l'expert indépendant qui intervient dans le cadre de l'Offre Publique et que ce dernier puisse appréhender de façon précise l'origine des écarts avec sa propre évaluation, notamment en cas de décote³⁹.

Cas numéro 2 : absence de test et décote sur actifs corporels tangibles

L'analyse des Offres Publiques, dont le prix proposé fait ressortir une décote par rapport à l'actif net comptable de la société cible, montre que pour un certain nombre d'entre elles, l'écart ne provient pas de l'évaluation des actifs incorporels, dont le montant est non significatif, mais de l'appréhension de la valeur des actifs corporels tangibles, directement lié au différentiel entre la rentabilité générée par l'actif économique (ROCE) et le taux de rentabilité exigé par les investisseurs tel qu'estimé par l'expert (coût du capital ou coût moyen pondéré du capital), la comptabilité n'ayant pas pour vocation de refléter cet écart⁴⁰.

Cette situation, qui peut conduire à des décotes très significatives, doit être analysée au regard des éléments suivants :

- le ROCE (*Return On Capital Employed*) ou taux de rentabilité opérationnelle, devrait être dans tous les cas calculé et analysé en fonction des caractéristiques de la société cible (taux de marge et intensité capitalistique) sur une base historique mais également et surtout sur la période prévisionnelle qui sous-tend les calculs de valorisation ;
- cet indicateur de performance économique d'origine comptable doit être comparé au taux de rentabilité exigé par les investisseurs, le CMPC (Coût Moyen Pondéré du Capital), l'écart entre les deux conduisant aux primes et décotes sur actif net comptable.

Lorsque le ROCE est durablement inférieur au CMPC, il convient de s'interroger sur la destruction de valeur que cet écart implique. Il est possible que les taux de rentabilité exigés soient anormalement élevés et que l'expert indépendant doive s'interroger sur le bien-fondé des paramètres sous-jacents, notamment des primes de risque utilisées pour tenir compte d'éléments particuliers (taille, liquidité) afin de déterminer si elles doivent être ajustées.

L'insuffisante performance économique, lorsqu'elle est projetée sur toute la durée du plan d'affaires, peut également provenir d'anticipations excessivement prudentes de la direction qu'il conviendrait de corriger.

Enfin, si l'expert indépendant estime que les prévisions à l'horizon du plan d'affaires sont cohérentes, il pourra s'interroger sur la projection à l'infini, dans la méthode d'actualisation des cash flows d'exploitation, d'une performance économique insuffisante et donc destructrice de valeur en examinant la pertinence d'une hypothèse de retour vers une situation économique plus normative sur la base d'un « *cash-flow fade* » à l'envers, comme suggéré notamment par certains auteurs⁴¹ : ce modèle peut être utilisé théoriquement pour une société qui, chroniquement, détruit de la valeur.

³⁸ Ce qui peut être le cas notamment lorsque l'actif de la société est principalement composé d'actifs incorporels ou quand les comptes de la société visée sont intégrés dans un groupe de sociétés réalisant des évaluations de ses filiales pour l'arrêté de ses propres comptes.

³⁹ Dans l'hypothèse d'un retrait obligatoire il paraît difficile d'indemniser les actionnaires minoritaires sur une valeur substantiellement différente de celle retenue dans le cadre de ces travaux, sauf à pouvoir justifier clairement l'origine de cet écart, notamment lorsque des éléments susceptibles d'impacter l'évaluation sont intervenus depuis la date d'arrêté des comptes ou lorsqu'il est justifié de tenir compte de charges qui n'ont pas vocation à être inscrites en comptabilité.

⁴⁰ On remarquera qu'une partie de l'écart peut venir des éléments de BFR compris dans l'actif économique, la comptabilité n'intégrant pas le délai de réalisation de ces actifs/passifs alors que la valeur de marché qui leur est attribuée en tient compte.

⁴¹ Vernimmen 2010 (Pascal Quiry et Yann le Fur).

Le raisonnement est alors de dire que le secteur ne peut durablement rester dans une situation dégradée et qu'une modification structurelle aura lieu tôt ou tard, soit par la faillite des concurrents les moins performants, soit par une concentration du secteur. Avant d'appliquer la méthode du cash-flow fade » à l'envers,⁴² notre lecteur devra impérativement se demander si la société qu'il est en train de valoriser fera bien partie des survivantes ...

En dernier lieu, le principe de décote, dite de non-liquidité, des actifs doit être rappelé. Ce principe trouve à s'appliquer, le cas échéant, pour des biens illiquides au jour de l'évaluation. La question d'un abattement doit être posée lorsque la société cible est évaluée en fonction de la seule approche patrimoniale de l'actif net comptable ou réévalué. En effet, la valeur patrimoniale obtenue correspond à la somme des valeurs des biens composant l'actif de la société cible considéré comme liquides. Or, ces biens ne le sont pas systématiquement.

3. Observations empiriques sur les Offres Publiques et les Critères écartés

Sur la base d'un échantillon d'Offres Publiques soumises à l'AMF en 2009, il ressortait que les trois critères très souvent écartés étaient l'actif net comptable, l'actif net réévalué et la méthode du dividende⁴³.

L'examen d'un échantillon d'Offres Publiques soumises à l'AMF de 2018 à 2021 confirme ce constat⁴⁴.

A l'inverse, les critères quasiment systématiquement retenus sont le DCF et la référence au cours de bourse. Dans une moindre mesure, les comparables boursiers sont également plus rarement écartés. Les rares cas où l'actualisation des cash-flows disponibles n'est pas mise en œuvre sont ceux dans lesquels l'initiateur n'a pas accès aux prévisions financières de la cible et qu'aucun consensus ne peut être établi en raison d'un suivi limité du titre par la communauté des analystes.

La situation du critère des transactions comparables est un peu moins tranchée car il dépend en même temps des informations, qui ne sont pas toujours disponibles, mais aussi des éventuelles synergies appréhendées dans le cadre des transactions difficilement identifiables et quantifiables⁴⁵.

Enfin, la référence la moins utilisée est celle des « objectifs de cours des analystes »⁴⁶ compte du faible suivi des sociétés de petite taille par les analystes financiers.

Sur un large échantillon comprenant les sociétés patrimoniales, nous avons également fait des statistiques sur les primes et décotes sur l'actif net comptable ou réévalué.

Nous observons que, dans un certain nombre de cas, le prix d'offre a été revu à la hausse afin de réduire ou de faire disparaître la décote envisagée par l'initiateur sur ce critère.

4. Conclusions du groupe de travail de l'APEI sur les principaux critères écartés dans le cadre d'Offres Publiques

1- Les motifs conduisant à écarter une méthode ou une référence d'évaluation devraient être clairement exposés dans le rapport de l'expert indépendant en tenant compte des spécificités de la société qui fait l'objet de l'expertise.

⁴² C'est-à-dire en prévoyant une croissance des flux se fondant sur une croissance de la rentabilité économique qui finit par rejoindre le coût du capital.

⁴³ Ces statistiques étant calculées hors sociétés patrimoniales.

⁴⁴ Cf. données en annexe 1.

⁴⁵ Cf. note APEI sur les transactions comparables (à venir).

⁴⁶ Qui n'est d'ailleurs parfois pas citée dans les critères écartés, même lorsqu'elle n'est pas retenue.

En effet, l'évaluation multicritère, qui s'impose aux experts indépendants dans le cadre d'Offres Publiques, implique de n'écartier que les critères jugés non pertinents en motivant les raisons pour lesquelles ces critères ne sont pas retenus. Dès lors, il convient de proscrire des rédactions standardisées dans les cas où des décotes sont notées entre un prix de l'offre et des valeurs comptables justifiant des explications circonstanciées.

L'examen des contentieux passés et des critères le plus souvent écartés nous a conduit à examiner l'actif net comptable qui, s'il ne constitue pas un prix minimum selon la réglementation applicable, n'en reste pas moins un sujet sensible notamment pour une société cible faisant l'objet d'un Retrait Obligatoire et plus encore si une analyse multicritère ne peut pas être mise en œuvre de façon satisfaisante.

L'introduction des normes IFRS n'implique pas pour autant que l'actif net comptable doive être considéré systématiquement comme une valeur plancher :

- d'abord parce qu'il est rare que l'ensemble des actifs et passifs soient en juste valeur ;
- ensuite parce que les principes comptables ne prennent pas en compte certains coûts⁴⁷ ou des pertes futures ;
- et enfin, compte tenu du délai qui peut s'être écoulé entre l'arrêté des comptes et la date de l'Offre Publique.

Cependant, dans tous les cas d'Offres Publiques, y compris les offres volontaires n'entraînant pas nécessairement une éviction, une décote très significative observée entre le prix de l'offre et l'actif net comptable, devrait conduire l'expert indépendant à s'interroger sur son origine afin, éventuellement, de corriger certains paramètres d'évaluation pour que son évaluation ne reflète pas exclusivement une anticipation à court terme de marché mais également la vision à moyen-long terme du management.

- 2- L'évaluation réalisée par l'expert indépendant devrait dans tous les cas comporter une analyse de la performance et de la rentabilité économique de la société cible permettant de s'interroger sur la pérennité des situations de rente mais également sur la projection à l'infini de niveaux de rentabilité insuffisants.
- 3- La méthode de l'actualisation des cash-flows disponibles a remplacé dans la grande majorité des cas les critères basés sur l'actualisation de flux de dividendes retenus dans des situations spécifiques, qui doivent faire l'objet de développements particuliers⁴⁸ dans le rapport de l'expert indépendant.

⁴⁷ Associés par exemple à la vente des actifs.

⁴⁸ Secteur à fort taux de distribution du résultat comme l'immobilier ou le secteur bancaire et l'assurance.

Annexe 1 : Critères retenus et écartés sur un échantillon d'opérations réalisées entre 2018 et 2021

La liste des opérations sur lesquelles ont été relevées les fréquences d'observation des critères examinés est la suivante :

Date du rapport	Opération	Cible	Activité de la cible
1 21-déc.-17	OPAS	EULER HERMES	Assurance-crédit et recouvrement
2 12-janv.-18	OPAS	HUBWOOD	Logiciel
3 15-janv.-18	OPAS	SES IMAGOTAG	Étiquettes électroniques de gondoles
4 15-mars-18	OPR/RO	VEXIM	Traitement fractures vertébrales
5 19-mars-18	OPR/RO	A2MICILE	Services à la personne
6 20-mars-18	OPR/RO	CPCU	Réseau de chaleur urbain
7 3-mai-18	OPAS	COM PAGNIE FONCIERE INTERNATIONALE	Sans activité opérationnelle
8 3-mai-18	OPA	ALTAMIR	Private Equity
9 9-mai-18	OPAS	ELECTRO POWER SYSTEMS	Stockage d'énergies
10 25-mai-18	OPAS	AUFEMININ	Offre éditoriale et communautaire
11 4-juin-18	OPR/RO	SPIR COMMUNICATION	Activité en extinction
12 5-juin-18	OPAS	BUSINESS & DECISION	Expert en data et transformation digitale
13 6-juin-18	OPA/RO	NATUREX	Sourcing de matières premières
14 19-juin-18	OPRA	DOM SECURITY	Systèmes de sécurité privée
15 26-juin-18	OPRA	AFONE PARTICIPATIONS	Télécommunications et paiements électroniques
16 2-juil.-18	OPR/RO	HEURTEY PETROCHEM	Conception fabrication construction fours tubulaires
17 5-juil.-18	OPAS	DIRECT ENERGY	Fournitures productions électricité gaz
18 1-oct.-18	OPAS	TXCELL	Biotechnologies - immunothérapies cellulaires
19 5-nov.-18	OPR/RO	GFI INFORMATIQUE	Entreprise de services numériques
20 6-nov.-18	OPAS	MALTERIES FRANCO BELGES	Transformation d'orges en malt
21 9-nov.-18	OPAS	BACCARAT	Produits cristal hauts de gamme
22 20-nov.-18	OPAS	SERMA GROUP	Services et ingénierie technologique hardware
23 19-déc.-18	OPR/RO	LOCINDUS	Financement immobilier d'entreprise
24 20-déc.-18	OPA	SELECTIRENTE	Immobilier commercial
25 7-janv.-19	OPAS	TESSI	Dématérialisation et traitement de flux de doc
26 18-janv.-19	OPA	KEYYO	Opérateur de téléphonie
27 5-févr.-19	OPAS	SOFT COMPUTING	Spécialisée dans data et son exploitation
28 6-févr.-19	OPAS	SOBOA	Secteur agroalimentaire
29 1-mars-19	OPA	PARROT	Développement production commercialisation de drones
30 27-févr.-19	OPAS	HARVEST	Créateurs de solutions digitales
31 20-févr.-19	OPR/RO	DEGRENNE	Fabrication coutellerie et vaissellerie
32 23-avr.-19	OPR/RO	QUOTIUM	Activité de l'édition de logiciels applicatifs
33 4-juin-19	OPR/RO	OFFICHS PROPERTIES	Immobilier commercial
34 1-juin-19	OPAS	APRIL	Assurance-crédit et recouvrement
35 2-sept.-19	OPR/RO	TERREIS	Immobilier de bureaux
36 28-août-19	OPA	SUPERSONIC IMAGINE	Technologies médicales
37 18-juil.-19	OPA	COHERIS	CRM Data intelligence et gouvernance des données
38 29-août-19	OPAS	EVOLIS	Système impression décentralisées cartes plastiques
39 31-juil.-19	OPRA	AUREA	Régénération des huiles noires
40 17-sept.-19	OPAS	MILLET INNOVATION	Produits médicaux et cosmétiques
41 22-sept.-19	OPA	ALTRAN	Conseil en ingénierie
42 26-sept.-19	OPA	LATECOERE	Equipementier aéronautique
43 11-oct.-19	OPAS	NR21	Conception et distributions sous-vêtements homme
44 21-oct.-19	OPAS	OCEASOFT	solutions de surveillance de température
45 31-oct.-19	OPAS	FINANCIERE MARIOS	Sans activité opérationnelle
46 4-nov.-19	OPR/RO	FUTUREN	Producteur électricité origine éolienne
47 6-nov.-19	OPAS	GROUPE FLO	Restauration
48 8-nov.-19	OPR	AFONE PARTICIPATIONS	Activité de téléphonie
49 11-nov.-19	OPRA	IIJAD	Fournisseurs intégrés télécommunications mobiles fixes
50 12-nov.-19	OPR/RO	SIPH	Production et commercialisation de caoutchouc
51 20-nov.-19	OPAS	ITS GROUP	Entreprise de services numériques
52 1-déc.-19	OPAS	WEBORAMA	Spécialiste de publicité en ligne
53 11-déc.-19	OPAS	TRAQUEUR	Produits de localisation
54 30-nov.-20	OPRA	100MERCIS	Publicité digitale
55 26-oct.-20	OPAS	ADVENIS	Conseil gestion de patrimoine
56 20-août-20	OPAS	AGTA RECORD	Automatismes portes piétonnes et industrielles
57 23-déc.-20	OPAS	AMPLITUDE SURGICAL	Technologies chirurgicales
58 9-nov.-20	OPAS	ANEVIA	Editeur logiciels, vidéo pour la TV etc.

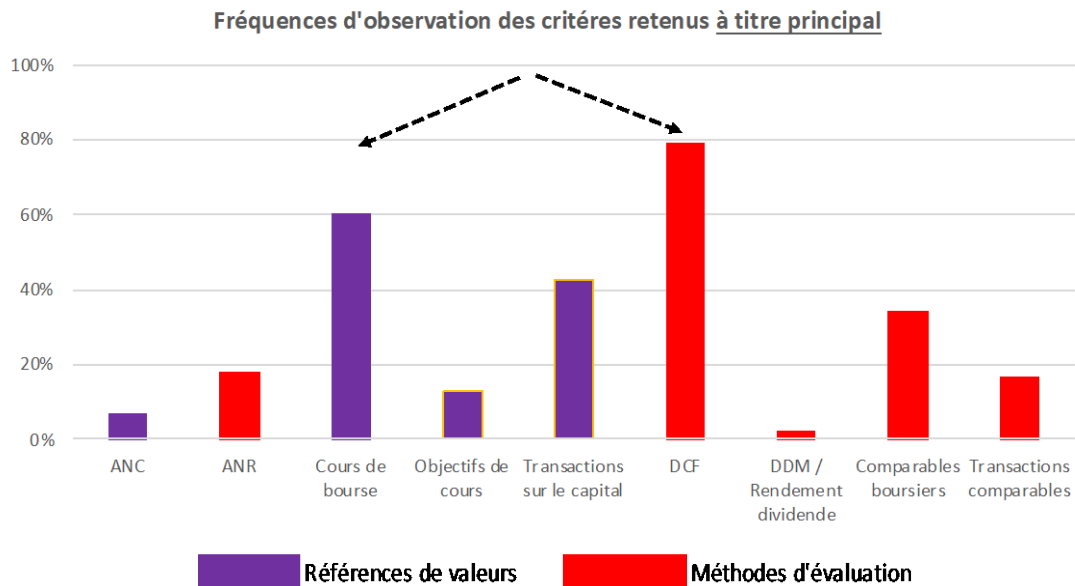
Date du rapport	Opération	Cible	Activité de la cible
59 21-juil.-20	OPAS	ANTALIS	Secteur papetier
60 24-avr.-20	OPR/RO	APRIL	Courtage d'assurance
61 4-mai-20	OPAS	BLUE SOLUTIONS	Recherche et développement batteries électriques
62 2-avr.-20	OPR/RO	BUSINESS & DECISION	Data et transformation digitale
63 8-juin-20	OPAS	DEDALUS	Edition de solutions logicielles pour service santé
64 10-sept.-20	OPAS	DEVOTEAM	Technologie consulting
65 2-juil.-20	OPAS	DIGIGRAM	Systèmes de transmission sécurisée de données audionumériques
66 20-oct.-20	OPA	EASYVISTA	Logiciels de gestion dédiés aux services informatiques
67 20-nov.-20	OPRA	ECA	Etude de construction aéronautique
68 14-oct.-20	OPAS	ENVEA	Solutions de mesures de pointe
69 17-déc.-20	OPAS	EPC	Explosifs à usage civil
70 2-sept.-20	OPAS	GENKYOTEX	Immunothérapies innovantes
71 5-oct.-20	OPA	GROUPE OPEN	Transformation IT et digitale
72 29-mai-20	OPR/RO	HARVEST	Créateur de solutions digitales
73 5-oct.-20	OPAS	HORIZONTAL SOFTWARE	Solutions logicielles pour la gestion RH
74 6-juil.-20	OPA/OPE	INGENICO GROUP	Terminal de paiement
75 8-juil.-20	OPA	INTEGRAGEN	Services génomiques
76 27-oct.-20	OPR/RO	LAFUMA GROUPE	Spécialiste habillement et matériel outdoor
77 2-oct.-20	OPAS	BELLER	Fabrication de composants alu - secteur automobile
78 10-juil.-20	OPAS	MEDIAWAN	Secteur audiovisuel
79 10-sept.-20	OPA	MEDICREA	Location et prestation audiovisuelle
80 12-nov.-20	OPA	MINT	Fourniture d'électricité low cost
81 6-janv.-20	OPAS	OENEO	Bouchage et élevage filière viticole
82 20-janv.-20	OPAS	SABC	Production et commercialisation de bière
83 5-oct.-20	OPAS	SODIFRANCE	Services numériques
84 17-déc.-20	OPAS	SPR COMMUNICATION	Activité en extinction
85 8-janv.-21	OPR/RO	BOUYGUES CONSTRUCTION	Construction
86 14-janv.-21	OPAS	SELECTIRENTE	Immobilier de commerce
87 28-janv.-21	OPAS	MICROWAVE VISION	Technologie de visualisation ondes électromagnétiques
88 29-janv.-21	OPAS	DALET	Conception solution logicielle de gestion
89 1-févr.-21	OPR/RO	LA FONCIERE VERTE	Détention et gestion d'actifs immobiliers
90 17-févr.-21	OPAS	SOFIBUS PATRIMOINE	Exploitation parc d'activités
91 15-mars-21	OPAS/RO	NATIXIS	Banque de financement gestion d'actifs et services financiers
92 4-mars-21	OPA	EOS IMAGING	Imagerie médicale
93 16-mars-21	OPAS/RO	SUPERSONIC IMAGINE	Technologies médicales
94 31-mars-21	OPAS/RO	SOCIETE FRANCAISE DE CASINOS	Casinos
95 19-avr.-21	OPAS/RO	PSB INDUSTRIES	Emballages plastiques Luxe et Beauté
96 22-avr.-21	OPA	FILAE	Généalogie en ligne
97 27-avr.-21	OPR/RO	XPO LOGISTICS EUROPE	Transport et logistique
98 27-avr.-21	OPAS/RO	EUROGERM	Produits associés à la meunerie et à la panification
99 3-mai-21	OPAS/RO	MEDIA6	PLV
100 20-mai-21	OPAS/RO	TARKETT	Revêtements de sol à usages professionnels
101 20-mai-21	OPR/RO	FINANCIERE AGACHE	Holding
102 24-mai-21	OPAS/RO	VIDELIO	Solutions audiovisuelles professionnelles
103 27-mai-21	OPR	BOURRELIER GROUP	Bricolage
104 31-mai-21	OPRA	IDSUD	Holding
105 3-juin-21	OPR/RO	BACCARAT	Arts de la table, luminaires et bijoux
106 25-juin-21	OPA	ALTUR INVESTISSEMENT	Société d'investissements
107 28-juin-21	OPE	M2I	Formation IT
108 29-juin-21	OPA	SUEZ	Fau, valorisation déchets et solutions digitales environnement
109 8-juil.-21	OPM	SOCIETE FONCIERE LYONNAISE	Immobilier de bureaux
110 23-juil.-21	OPAS	NHOA	Stockage d'énergie et recharge véhicules électriques
111 17-août-21	OPR/RO	GENKYOTEX	R&D thérapies NOX
112 20-août-21	OPAS/RO	ILIAD	Opérateur de télécommunications fixes et mobiles
113 9-sept.-21	OPAS/RO	VOLUNTIS	Thérapies digitales
114 17-sept.-21	OPA	EUROPCAR MOBILITY GROUP	Location de véhicules de courte durée
115 4-oct.-21	OPR/RO	TESSI	Dématérialisation et traitement de flux de doc
116 6-oct.-21	OPAS/RO	ARTEFACT	Conseil et digital
117 11-oct.-21	OPAS/RO	IVALIS	Externalisation inventaires physiques

Les observations effectuées peuvent être résumées comme suit :

	ANC	ANR	Cours de bourse	Objectifs de cours	Transactions sur le capital	DCF	DDM / Rendement dividende	Comparables boursiers	Transactions comparables
Critère retenu à titre principal	7%	18%	61%	13%	43%	79%	3%	34%	17%
Critère retenu à titre secondaire, de recoupement ou indicatif	9%	1%	22%	21%	8%	1%	3%	24%	27%
S/total critère retenu	15%	19%	83%	33%	50%	80%	5%	58%	44%
Critère explicitement écarté/non applicable	77%	60%	9%	44%	7%	12%	86%	29%	48%
Critère implicitement écarté/non applicable	8%	21%	8%	23%	43%	8%	9%	13%	8%
S/total critère écarté/non renseigné	85%	81%	17%	67%	50%	20%	95%	42%	56%

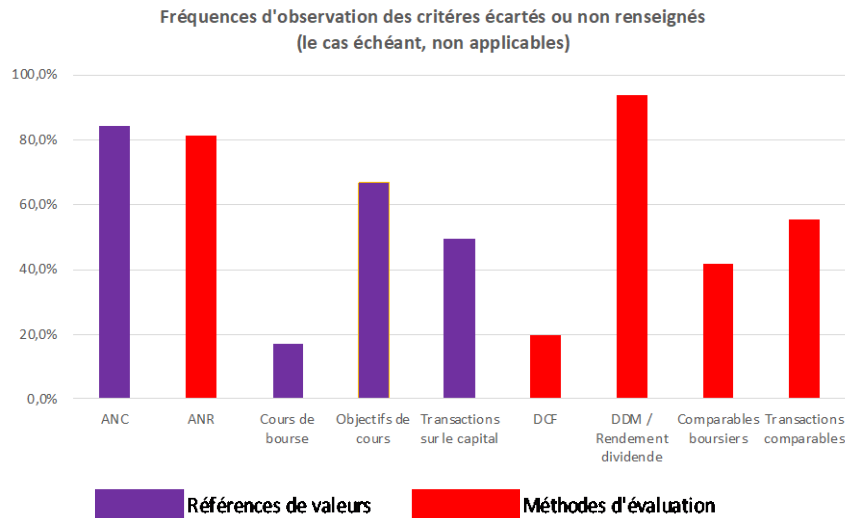
Source : Observations sur un échantillon de 117 rapports d'experts indépendants de 2018 à 2021

Le critère le plus souvent retenu est l'évaluation par actualisation des cash-flows et la référence aux cours de bourse, suivis d'une évaluation analogique fondées sur les comparables boursiers :



L'occurrence de la référence aux transactions récentes sur le capital ayant précédé l'Offre ou aux objectifs de cours des analystes n'est pas pertinente dans la mesure où pour ces deux critères, en fonction de l'opération, l'information peut être ou pas disponible.

Les critères écartés restent le plus souvent la référence à l'actif net comptable ou réévalué et l'évaluation par actualisation des dividendes futurs (cf. commentaires dans le corps de la note) :



Au-delà des critères retenus et écartés, se pose la question de la hiérarchisation des critères par l'expert indépendant mais aussi la terminologie utilisée (à titre secondaire, de recoupement, indicatif...), la présentation qui en est faite et les justifications apportées ou encore la cohérence entre les positions prises dans les développements du rapport, la synthèse et sa conclusion⁴⁹.

⁴⁹ CF. publication de l'APEI sur « La hiérarchisation des critères dans le cadre de l'approche d'évaluation de l'Expert Indépendant ».

Annexe 2 : Étude sur l'échantillon 2006/2016 (300 offres publiques) du positionnement du prix d'offre par rapport à l'ANC et à la moyenne des 60 jours de cours de bourse et identification de la méthode dont la valeur est la plus proche du prix d'offre

Date de dépôt de l'offre	Société cible	Prime sur Cours de bourse (60) ou 3 mois			Méthode dont la valeur est la plus proche du prix d'offre	
		Prime sur ANC	ANC retenu par l'expert	Méthode de référence selon valeurs Expert	Méthode de référence selon valeurs Evalueateur	
11/07/2016	Cegid Group	25,1%	157,4%	Non	Cours cible analystes	Cours cible analystes
06/06/2016	Theolia (Futuren)	11,1%	-10,0%	Non	Comparables boursiers	Comparables boursiers
31/05/2016	Technofan	21,3%	739,0%	Non	DCF	Cours de bourse
19/05/2016	Foncière de Paris SIIC	49,6%	21,5%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
13/05/2016	Orolia	18,0%	112,8%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
09/05/2016	Saft Groupe	43,5%	99,5%	Non	DCF	DCF
28/04/2016	Foncière des Murs	-0,8%	-2,7%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
19/04/2016	GFI Informatique	37,7%	102,9%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
16/03/2016	Acropolis Telecom	101,0%	1371,4%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
15/03/2016	Fimalac	28,8%	22,0%	Non	Actif net réévalué	Actif net réévalué
11/03/2016	Foncière de Paris SIIC	26,5%	0,5%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
01/02/2016	Compagnie Agricole de la Crau	2,1%	n.s ANC-	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
06/01/2016	Richel Group	65,0%	196,9%	Non	Comparables boursiers	DCF
05/01/2016	Efeso Consulting	14,6%	78,4%	Non	Cours cible analystes	Transactions comparables
21/12/2015	Compagnie Marocaine	95,0%	87,0%	Oui	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
17/12/2015	Cegereal	26,8%	-8,4%	Non	Transactions comparables	Comparables boursiers
16/12/2015	NextRadioTV	27,6%	406,8%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
15/12/2015	Valtech	35,0%	432,4%	Non	DCF	Cours cible analystes
20/11/2015	Montupet	19,2%	196,8%	Non	Cours cible analystes	Cours cible analystes
09/11/2015	Alstom	21,4%	162,4%	Non	Comparables boursiers	DCF
02/11/2015	Nergeco	79,0%	149,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
29/10/2015	Alcatel Lucent	16,4%	140,0%	Non	Cours de bourse	Cours cible analystes
26/10/2015	Euro Ressources	32,3%	711,4%	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
08/10/2015	Schaeffer-Dufour	-0,1%	0,8%	Oui	Actif net réévalué	Actif net réévalué
30/09/2015	Audika Groupe	45,8%	140,1%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
29/09/2015	BAC Majestic	9,9%	n.s ANC-	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
31/07/2015	LeGuide.com	3,0%	316,8%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
07/07/2015	Lagardère Active Broadcast	11,2%	86,9%	Non	DCF	DCF
07/07/2015	Henri Maire	0,5%	47,0%	Oui	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
24/06/2015	Serma Technologies	-8,5%	251,1%	Non	DCF	DCF
23/06/2015	Emme	-7,0%	12,7%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
11/06/2015	Norbert Dentressangle	41,1%	220,8%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
09/06/2015	ProWebCE	194,0%	487,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
08/06/2015	Linedata	0,5%	81,2%	Non	Transactions sur le capital	Cours de bourse
08/06/2015	Linedata	0,5%	81,2%	Non	Transactions sur le capital	Cours de bourse
04/06/2015	RelaxNews	57,3%	1938,3%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
27/05/2015	JCDecaux	31,4%	236,1%	Non	Comparables boursiers	Cours cible analystes
27/05/2015	Société d'édition de Canal Plus (SECP)	26,6%	226,5%	Non	DCF	Cours de bourse
11/05/2015	Lafarge	-5,7%	n.c	Non	Cours de bourse	Comparables boursiers
30/04/2015	Orolia	14,8%	80,7%	Non	Comparables boursiers	DCF
30/03/2015	SI Participations	17,8%	10,6%	Non	Actif net réévalué	Actif net réévalué
17/03/2015	Banque de la Réunion	55,7%	9,6%	Non	DDM	Actif net comptable
16/03/2015	Foncière des Murs	2,9%	1,5%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
11/03/2015	Qiagen Marseille SA	8,3%	174,9%	Non	Transactions comparables	Comparables boursiers
20/02/2015	Euro Disney SCA	7,1%	n.s ANC-	Non	Comparables boursiers	Cours de bourse
09/12/2014	O2I	36,0%	n.a	Non	Cours de bourse	DCF
04/12/2014	CFI	n.a	0,9%	Non	Actif net réévalué	Actif net réévalué
12/11/2014	Rocamat	-9,1%	509,8%	Oui	DCF	Cours de bourse
12/11/2014	Generix	18,6%	33,6%	Non	DCF	Comparables boursiers
07/11/2014	Bull	0,0%	805,0%	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
07/11/2014	Nexeya	24,9%	16,0%	Oui	Comparables boursiers	DCF
06/11/2014	BAC Majestic	-7,0%	n.s ANC-	Non	Actif net réévalué	Cours de bourse
06/11/2014	Millimages	3,0%	n.s ANC-	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
17/10/2014	Havas	32,2%	83,4%	Non	DCF	DCF
13/10/2014	Homair Vacances	6,3%	149,3%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
10/10/2014	Générale de Santé	10,8%	134,1%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
30/09/2014	Groupe Go Sport	94,9%	264,0%	Non	DCF	DCF
24/09/2014	Visiodent	44,4%	339,0%	Non	Transactions comparables	Cours de bourse
15/09/2014	Cameleon Software	8,9%	358,3%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
12/09/2014	Club Méditerranée	4,2%	70,2%	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
03/09/2014	SIIC de Paris	30,6%	46,5%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
02/09/2014	Orosdi	331,3%	6471,9%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
01/08/2014	CNIM	-6,9%	64,1%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
23/07/2014	Groupe Promeo SA	76,5%	9,4%	Oui	Actif net comptable	Actif net réévalué
04/07/2014	Carrefour Property development	32,2%	0,4%	Oui	Actif net réévalué	Actif net réévalué
30/06/2014	Club Méditerranée	55,7%	56,7%	Non	Comparables boursiers	Cours de bourse
23/06/2014	Foncière Développement Logements	75,8%	n.c	Non	Comparables boursiers	Transactions comparables
10/06/2014	Ermo	25,0%	118,7%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
10/06/2014	Steria	42,9%	n.c	Non	DCF	Comparables boursiers
06/06/2014	Bull	30,0%	59,1%	Non	Cours cible analystes	Cours cible analystes
23/05/2014	Orchestra-Premaman	7,0%	60,5%	Non	DCF	DCF
20/05/2014	Ciments Français	39,1%	1,4%	Non	Actif net comptable	DCF
12/05/2014	Systan SA	251,0%	145,1%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
30/04/2014	Bourbon	17,9%	23,1%	Non	DCF	Actif net réévalué
30/04/2014	Cottin Frères	10,3%	8,2%	Oui	Actif net comptable	Actif net comptable

Date de dépôt de l'offre	Société cible	Prime sur Cours de bourse (60)			Méthode dont la valeur est la plus proche du prix d'offre	
		Prime sur ou 3 mois	Prime sur ANC	ANC retenu par l'expert	Méthode de référence selon valeurs Expert	Méthode de référence selon valeurs Evaluator
28/04/2014	Systar	53,9%	594,2%	Non	Transactions sur le capital	Cours de bourse
18/03/2014	Boursorama	32,0%	71,7%	Non	DDM	Cours cible analystes
18/02/2014	Cottin Frères	10,3%	5,7%	Oui	Actif net comptable	Actif net comptable
30/01/2014	Homair Vacances	56,0%	86,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
21/01/2014	Neotion	51,0%	335,6%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
16/01/2014	Orege	22,0%	181,9%	Non	DCF	Cours de bourse
17/12/2013	Assystem	14,0%	98,0%	Non	Cours cible analystes	Cours cible analystes
05/12/2013	Devoteam	30,7%	-5,7%	Non	Transactions comparables	DCF
29/11/2013	LaFuma SA	5,0%	122,2%	Non	DCF	Cours de bourse
26/11/2013	Umanis	3,2%	-21,9%	Non	DCF	Cours de bourse
12/11/2013	LaCie	2,7%	21,6%	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
12/11/2013	Hologram Industries	18,0%	488,2%	Non	Transactions sur le capital	DCF
12/11/2013	Fala	32,9%	307,7%	Non	DCF	DCF
06/11/2013	Meetic	66,8%	68,5%	Non	DCF	Transactions sur le capital
25/10/2013	Cameleon Software	158,5%	286,8%	Non	DCF	DCF
01/10/2013	Phenix Systems	118,0%	255,2%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
01/10/2013	Nexeya	47,4%	-5,8%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
17/09/2013	SAM	34,0%	-34,5%	Non	Comparables boursiers	DCF
13/09/2013	Osiatis	77,9%	54,3%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
03/09/2013	Etam Developpement	32,0%	-35,0%	Oui	Comparables boursiers	DCF
03/09/2013	Tesfran	-26,5%	45,6%	Oui	Comparables boursiers	Transactions comparables
10/07/2013	Aedian	123,2%	15,1%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
08/07/2013	Theolia	34,9%	-33,6%	Non	DCF	DCF
25/06/2013	Groupe Monceau Fleurs	-0,8%	60,0%	Non	Cours de bourse	Comparables boursiers
24/06/2013	Hologram Industries	18,0%	497,3%	Non	Transactions sur le capital	DCF
20/06/2013	Sical	11,0%	-38,8%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
18/06/2013	GFI Informatique	14,9%	9,1%	Non	DCF	DCF
11/06/2013	Foncière Développement Logements	-4,3%	n.c	Non	Transactions sur le capital	Comparables boursiers
30/05/2013	Club Méditerranée	29,3%	20,7%	Non	DCF	Cours cible analystes
28/05/2013	Arkoon Network Security	30,5%	109,7%	Non	DCF	Transactions sur le capital
17/05/2013	Keyyo	6,5%	261,1%	Non	DCF	DCF
30/04/2013	Oeneo	22,6%	32,8%	Non	DCF	Cours cible analystes
30/04/2013	Biscuits Gardeil	54,9%	11,4%	Non	Actif net réévalué	Actif net réévalué
23/04/2013	Siraga	-6,5%	120,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
11/04/2013	Auto Escape	47,0%	225,8%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
02/04/2013	Siparex Croissance	2,4%	10,3%	Non	Actif net réévalué	Actif net réévalué
28/03/2013	Rue du Commerce	19,1%	260,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
21/02/2013	Aerowatt	20,9%	31,6%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
06/02/2013	Video Futur	77,0%	275,0%	Non	DCF	DCF
05/02/2013	Supra SA	0,0%	233,6%	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
01/02/2013	Klemurs S.C.A.	58,1%	n.c	Non	Transactions comparables	Actif net réévalué
30/01/2013	Foncière Sepric SA	45,4%	n.c	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
18/01/2013	Elixens	53,0%	0,0%	Oui	Actif net comptable	Actif net comptable
21/12/2012	CEREP	78,0%	90,1%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
21/12/2012	Thermocompact	32,8%	58,4%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
20/12/2012	Orchestra-Premaman	19,0%	-38,1%	Non	DCF	DCF
23/11/2012	BricoDeal	2,5%	57,5%	Non	Comparables boursiers	Cours de bourse
13/11/2012	Banque Tarneaud	65,2%	4,9%	Oui	Transactions comparables	Actif net réévalué
09/11/2012	Safa	72,1%	n.c	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
30/10/2012	EPI Group	83,8%	8,8%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
30/10/2012	Turenne Investissement	31,4%	-22,0%	Non	Cours cible analystes	Actif net réévalué
04/10/2012	CFAO	5,3%	316,7%	Non	Transactions sur le capital	Cours cible analystes
25/09/2012	Advertline	58,0%	124,3%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
18/09/2012	Compagnie Immobilière Betelgeuse (CIB)	11,0%	n.s ANC-	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
17/09/2012	ESR Groupe	106,3%	n.s ANC-	Non	DCF	Comparables boursiers
04/09/2012	LVL Medical	107,0%	403,8%	Oui	DCF	Transactions sur le capital
04/09/2012	LaCie	34,7%	40,6%	Non	DCF	Transactions sur le capital
03/09/2012	Press Index	48,0%	172,4%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
20/08/2012	LeGuide.com	53,1%	180,0%	Oui	Cours de bourse	Comparables boursiers
03/08/2012	Foncière Europe Logistique	11,7%	3,1%	Non	Actif net réévalué	Actif net réévalué
29/06/2012	ProWebCE	49,5%	218,6%	Non	Cours de bourse	Transactions sur le capital
28/06/2012	Banque des Antilles Françaises	n.a	97,0%	Non	DCF	Transactions sur le capital
19/06/2012	Metrologic Group	5,0%	492,6%	Non	DCF	DCF
15/06/2012	Modelabs	8,3%	167,4%	Non	DCF	DCF
05/06/2012	CFCAL	7,3%	27,3%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
05/06/2012	Fibertex Nonwovens SA	94,0%	43,3%	Non	DCF	Transactions sur le capital
04/06/2012	Rougier	42,0%	-21,3%	Non	DCF	Transactions comparables
16/05/2012	Foncière Massena	25,5%	23,9%	Non	Actif net réévalué	Actif net réévalué
11/05/2012	Actividentity Europe SA	n.a	28,0%	Non	DCF	DCF
04/05/2012	Entrepose Contracting	38,0%	233,3%	Non	DCF	DCF
10/04/2012	Paris Orléans	6,8%	n.c	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
20/03/2012	Hitechpros	37,0%	143,9%	Non	DCF	DCF
13/03/2012	Silic	4,5%	n.s	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
23/02/2012	Havas	31,8%	61,7%	Non	DCF	Comparables boursiers
14/02/2012	Guyenne et Gascogne	1,2%	50,3%	Non	DCF	Cours de bourse

Date de dépôt de l'offre	Société cible	Prime sur Cours de bourse (60)			Méthode dont la valeur est la plus proche du prix d'offre	
		ou 3 mois	Prime sur ANC	ANC retenu par l'expert	Méthode de référence selon valeurs Expert	Méthode de référence selon valeurs Evalueur
01/02/2012	InfoVista	36,0%	52,7%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
01/02/2012	Sucrière de Pithiviers le Vieil	113,7%	126,6%	Non	DCF	DCF
01/02/2012	Vermandoise de sucreries	92,0%	104,0%	Non	DCF	DCF
27/01/2012	MB Retail Europe	-98,8%	n.s ANC-	Oui	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
06/01/2012	Les Docks Lyonnais	54,1%	0,0%	Oui	Transactions comparables	Actif net réévalué
14/12/2011	Xiring	26,0%	237,3%	Non	DCF	Transactions sur le capital
23/11/2011	Rue du Commerce	53,7%	187,5%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
14/11/2011	Groupe Diffusion plus	18,0%	0,0%	Oui	Actif net comptable	Actif net comptable
09/11/2011	Novagali Pharma	75,3%	804,4%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
28/10/2011	Outremer Telecom	15,5%	86,1%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
21/10/2011	OFI PEC	36,8%	96,6%	Non	Cours cible analystes	Cours cible analystes
07/10/2011	Foncière Paris France	6,4%	-19,5%	Non	Comparables boursiers	Transactions comparables
27/09/2011	Proservia	32,5%	88,5%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
20/09/2011	Bouygues	13,0%	18,6%	Non	Comparables boursiers	Comparables boursiers
08/09/2011	ECT Industries	37,0%	44,6%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
08/09/2011	Delachaux	15,5%	102,0%	Non	Transactions sur le capital	Cours cible analystes
07/09/2011	Aldeta	15,2%	112,3%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
01/08/2011	Orchestra-Kazibao	7,6%	-60,3%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
29/07/2011	Outremer Telecom	15,5%	174,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
28/07/2011	Serma Technologies	33,8%	216,6%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
22/07/2011	AES Chemunex	-6,1%	400,0%	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
21/07/2011	EDF Energies Nouvelles	18,2%	7,9%	Non	Cours cible analystes	Cours cible analystes
04/07/2011	Gifi	19,7%	143,5%	Non	Comparables boursiers	Cours de bourse
04/07/2011	Eurosic	10,3%	3,8%	Non	Actif net réévalué	Transactions sur le capital
22/06/2011	Meetic	-0,7%	48,5%	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
21/06/2011	Le Tanneur & Cie	26,0%	131,8%	Oui	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
08/06/2011	InterCall	-21,3%	300,0%	Non	DCF	Transactions sur le capital
06/06/2011	EPI Group	54,3%	3,8%	Oui	Actif net comptable	DCF
27/05/2011	Tharreau Industries	-17,9%	48,0%	Oui	Transactions comparables	Comparables boursiers
23/05/2011	Modelabs	29,2%	56,5%	Non	DCF	Cours de bourse
23/05/2011	Brossard	78,0%	-29,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
16/05/2011	Schaeffer-Dufour	22,4%	-8,3%	Oui	Actif net réévalué	Actif net comptable
13/05/2011	Camaleu	41,2%	323,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
29/04/2011	Tesfran	68,0%	1,0%	Oui	Actif net comptable	Actif net réévalué
20/04/2011	Metrologic	-2,9%	115,9%	Non	Cours de bourse	Transactions sur le capital
11/04/2011	LVL Medical	33,0%	284,6%	Non	DCF	DCF
08/04/2011	EDF Energies Nouvelles	18,2%	7,9%	Non	DCF	Cours cible analystes
06/04/2011	Rhodia	44,3%	n.s ANC-	Non	Transactions comparables	Transactions comparables
29/03/2011	Cofigeo	68,0%	-12,7%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
01/03/2011	SFCM	36,6%	47,2%	Oui	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
28/02/2011	Siparex Croissance	3,0%	5,1%	Oui	Actif net réévalué	Actif net réévalué
22/02/2011	Duc Lamothe Participations	15,4%	11,0%	Oui	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
14/02/2011	Emailvision	16,2%	527,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
02/02/2011	Merci+	86,4%	252,3%	Oui	DCF	DCF
17/01/2011	Fala	55,5%	406,6%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
22/12/2010	Prodef	33,0%	35,0%	Non	Actif net réévalué	Actif net réévalué
15/12/2010	Stallergenes	-3,3%	578,2%	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
15/11/2010	IEC Professionnel Media	34,1%	21,3%	Oui	DCF	DCF
04/11/2010	Initiative & Finance Investissement	-1,0%	9,4%	Non	Actif net réévalué	Transactions comparables
11/10/2010	Prodef	33,0%	26,0%	Non	Actif net réévalué	Actif net réévalué
05/10/2010	Aldeta	1,6%	94,4%	Oui	Transactions sur le capital	Cours de bourse
29/09/2010	Adenclassefids	34,0%	11,6%	Oui	DCF	DCF
28/09/2010	Selogor.com	16,2%	209,9%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
20/09/2010	OTOR SA	95,9%	67,3%	Oui	Transactions sur le capital	Transactions comparables
06/09/2010	LVL Medical	27,6%	345,4%	Non	Comparables boursiers	Cours cible analystes
23/08/2010	Emailvision	45,0%	400,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
30/07/2010	APRR	11,7%	2156,7%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
05/07/2010	Solv'ing Efeso International	-7,6%	-6,1%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
30/06/2010	Ginger	65,1%	102,9%	Non	Transactions sur le capital	Comparables boursiers
27/05/2010	Network Related Services	46,9%	100,0%	Non	DCF	DCF
20/05/2010	Sperian Protection	63,0%	58,3%	Non	DCF	Comparables boursiers
06/05/2010	SAGA	95,0%	205,2%	Non	Comparables boursiers	Transactions sur le capital
23/04/2010	Sodifrance	18,0%	10,4%	Oui	DCF	DCF
15/04/2010	Etam Developpement	52,2%	11,0%	Non	DCF	DCF
24/03/2010	Elf Aquitaine	36,2%	61,7%	Non	DCF	Cours de bourse
13/03/2010	Groupe Diffusion plus	57,3%	-30,3%	Non	Comparables boursiers	DCF
05/03/2010	Compagnie La Lucette	-2,3%	0,0%	Non	Actif net réévalué	Actif net réévalué
01/03/2010	Siparex Croissance	31,1%	1,0%	Oui	Actif net comptable	DDM
08/02/2010	CIAT - André Trigano	-19,9%	171,6%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
11/01/2010	Radiall	39,9%	3,1%	Oui	DCF	Actif net comptable
06/10/2009	IPO	120,5%	0,6%	Non	Actif net réévalué	Actif net réévalué
01/10/2009	Provimi	47,4%	311,8%	Oui	DCF	Comparables boursiers
30/09/2009	Foncière Développement Logements	71,4%	-6,1%	Oui	DCF	Actif net réévalué
09/09/2009	Jet Multimedia	31,2%	48,4%	Non	Comparables boursiers	Comparables boursiers
04/09/2009	EGTN	-34,0%	23,0%	Oui	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital

Date de dépôt de l'offre	Société cible	Prime sur Cours de bourse (60)			Méthode dont la valeur est la plus proche du prix d'offre	
		ou 3 mois	Prime sur ANC	ANC retenu par l'expert	Méthode de référence selon valeurs Expert	Méthode de référence selon valeurs Evalueur
09/07/2009	L'inventoriste	24,6%	322,5%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
18/06/2009	Meilleurtaux.com	19,6%	n.s ANC-	Non	DCF	Cours de bourse
19/05/2009	LaCie	29,9%	8,0%	Oui	Comparables boursiers	Actif net comptable
18/05/2009	Cofidur	34,5%	-57,4%	Non	DCF	DCF
18/05/2009	Huit Clos	31,3%	686,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
13/05/2009	GDSA	294,9%	450,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
27/04/2009	InterCall	26,2%	n.s ANC-	Non	DCF	DCF
22/04/2009	Vet'affaires	36,8%	-60,1%	Non	DCF	DCF
09/04/2009	Softway Medical	4,9%	228,2%	Non	Cours de bourse	Transactions sur le capital
31/03/2009	Auto Escape	59,6%	31,5%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
18/03/2009	Evalis	17,0%	0,0%	Oui	Actif net comptable	Actif net comptable
27/01/2009	NET2S SA	52,3%	235,7%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
20/01/2009	Léon de Bruxelles	36,9%	85,5%	Non	Cours de bourse	Transactions sur le capital
20/01/2009	Sodifrance	38,0%	0,6%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
06/01/2009	Distriborg Groupe	22,0%	87,1%	Non	Cours de bourse	DCF
02/12/2008	Wavecom SA	82,4%	46,8%	Non	DCF	Transactions comparables
24/11/2008	Lucia	6,7%	11,6%	Non	DCF	Cours de bourse
05/11/2008	Sorefico Coiffure	27,9%	1179,1%	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
27/10/2008	Teamlog	10,1%	111,4%	Non	Cours de bourse	Transactions comparables
24/10/2008	Cross Systems Company	-43,8%	1400,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
26/08/2008	llog	65,2%	213,5%	Non	Transactions comparables	Transactions comparables
31/07/2008	Intexa	266,0%	188,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions comparables
27/06/2008	Clarins	30,5%	154,6%	Non	DCF	Transactions comparables
06/06/2008	Alti	22,6%	n.c	Non	Cours de bourse	Transactions sur le capital
02/06/2008	Hyparho SA	81,6%	282,2%	Non	DCF	DCF
29/05/2008	Crosswood	-52,8%	n.s ANC-	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
26/05/2008	Réponse Groupe	24,7%	173,6%	Non	Transactions sur le capital	Transactions comparables
05/05/2008	Sasa Industrie	24,2%	129,8%	Non	Transactions sur le capital	DCF
30/04/2008	Foncière 7 Investissement	4,3%	4,9%	Non	Actif net réévalué	Transactions sur le capital
29/04/2008	Léon de Bruxelles	35,6%	139,0%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
28/04/2008	Geodis	57,8%	97,7%	Non	Transactions comparables	DCF
22/04/2008	Neuf Cegetel	9,2%	349,9%	Non	Transactions comparables	Cours de bourse
28/02/2008	Aldeta	8,5%	53,4%	Non	Transactions sur le capital	Cours de bourse
28/02/2008	G. H. Mumm et Cie	n.a	83,7%	Non	Actif net réévalué	Actif net réévalué
27/02/2008	Mandarine Holding SA	n.c	106,3%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
22/02/2008	Siparex Croissance	15,0%	2,1%	Oui	Actif net comptable	Actif net réévalué
19/02/2008	Genesys Conferencing	42,0%	180,9%	Non	DCF	Comparables boursiers
14/02/2008	XRT	15,3%	882,4%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
22/01/2008	NET2S SA	25,5%	186,4%	Non	Transactions sur le capital	DCF
03/01/2008	Costimex	64,9%	16,1%	Non	DCF	Actif net comptable
21/11/2007	CCA International	2,3%	55,8%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
13/11/2007	Teamlog	7,9%	229,5%	Non	DCF	Cours de bourse
22/10/2007	Business Objects	36,1%	n.c	Non	Transactions comparables	Transactions comparables
02/10/2007	Meilleurtaux.com	42,3%	1142,4%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
17/09/2007	XRT	15,3%	131,9%	Non	Cours de bourse	Transactions sur le capital
06/08/2007	Medea	65,2%	117,3%	Oui	Cours de bourse	Transactions sur le capital
27/07/2007	Auféminin.com	8,8%	n.c	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
16/07/2007	Alti	11,3%	n.c	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
10/07/2007	Kaufman Broad	-4,7%	258,4%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
05/07/2007	MRM	21,5%	27,6%	Oui	Cours de bourse	Cours de bourse
25/06/2007	Altarea	-1,4%	69,9%	Oui	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
20/06/2007	Entrepose Contracting	18,1%	403,1%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
18/06/2007	EGTN	24,9%	7,1%	Oui	Actif net comptable	Actif net comptable
11/06/2007	Arkopharma	38,0%	363,9%	Non	DCF	DCF
25/05/2007	Foncière Europe Logistique	83,1%	77,7%	Non	Actif net réévalué	Cours de bourse
25/05/2007	Camaieu	10,7%	459,7%	Non	Transactions sur le capital	DCF
25/04/2007	OFI PEC	20,2%	3,4%	Oui	Actif net réévalué	Actif net réévalué
18/04/2007	Provimi	20,6%	71,7%	Non	DCF	DCF
30/03/2007	Lectra	22,1%	229,3%	Non	DCF	DCF
27/03/2007	Buffalo Grill	6,5%	700,0%	Non	Cours de bourse	Cours de bourse
22/02/2007	AGF	7,6%	126,6%	Non	Cours de bourse	Transactions comparables
21/02/2007	Sofinnova SA	n.a	-31,9%	Oui	Actif net réévalué	Actif net réévalué
06/02/2007	Emme	24,3%	-2,5%	Oui	Transactions comparables	Actif net comptable
09/01/2007	Euronext	44,7%	n.c	Non	Transactions comparables	Actif net réévalué
07/12/2006	Siparex Croissance	-0,6%	6,2%	Oui	Cours de bourse	Cours de bourse
30/11/2006	Ellor SCA	37,1%	206,1%	Non	Comparables boursiers	Comparables boursiers
22/11/2006	Avery	10,6%	68,8%	Non	Transactions sur le capital	DCF
14/11/2006	Nissan France SA	90,7%	324,7%	Non	Comparables boursiers	DCF
07/11/2006	Sodice Expansion	10,3%	137,3%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
30/08/2006	TLD Group	21,7%	122,0%	Non	Cours de bourse	Transactions sur le capital
11/07/2006	Eurosic	3,9%	65,8%	Non	Actif net réévalué	Actif net réévalué
03/07/2006	TLD Group	21,7%	122,0%	Non	Cours de bourse	Transactions sur le capital
09/03/2006	Sodice Expansion	-8,3%	137,3%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital
12/01/2006	Camaieu	14,8%	304,4%	Non	Transactions sur le capital	Comparables boursiers
21/12/2005	Hyparho SA	76,2%	263,1%	Non	Transactions sur le capital	Transactions sur le capital

Annexe 3 : Participants au groupe de travail

Le présent document a été initialement établi en 2010 par un groupe de travail composé des membres suivants :

- Alain Auvray (ACE Audit et Conseil)
- Yves Canac (Conseil Audit et Synthèse)
- Marie-Ange Farthouat (Ricol Lasteyrie et Associés)
- Michael Fontaine (Tudel Associés)
- Eric Le Fichoux (Finexsi)
- Antoine Legoux (Abergel et Associés)

Il a fait l'objet d'une mise en jour, dans le cadre des travaux d'harmonisation des publications de l'APEI achevés en 2022 par un groupe de travail dont la composition est fournie en annexe finale, sur la base des propositions de quatre rapporteurs, à savoir :

- Maxime Hazim (Crowe HAF)
- Eric Le Fichoux (Advisorem)
- Maurice Nussenbaum (Sorgem Evaluation)
- Olivier Péronnet (Finexsi)

E. Business Plan

Ce chapitre s'articule autour de deux thématiques :

- **les étapes de la revue critique d'un business plan (ou BP) qui sont constituées de :**
 - ✓ la prise de connaissance ;
 - ✓ le processus d'élaboration des prévisions ;
 - ✓ les hypothèses de construction ;
 - ✓ l'analyse de cohérence ;
 - ✓ l'analyse des investissements ;
 - ✓ l'analyse du besoin en fonds de roulement (BFR) ;
 - ✓ l'analyse du financement des investissements ;

- **les conséquences de la revue critique du business plan sur les aspects structurant la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés (*Discounted Cash-Flows* ou *DCF*) :**
 - ✓ la durée de prévision explicite ;
 - ✓ la prise en compte des risques ;
 - ✓ les flux normatifs ;
 - ✓ la valeur terminale ;
 - ✓ les tests de sensibilité.

Introduction

Depuis le rapport NAULOT publié en 2003, la méthode des flux de trésorerie actualisés représente une étape importante pour l'analyse multicritère. Elle est basée sur des perspectives matérialisées dans un business plan, qui doit faire l'objet d'une analyse critique.

La recommandation AMF n°2006-15 du 10 février 2020 indique, ainsi, concernant le principe de transparence, que pour l'approche intrinsèque « *l'expert indépendant* » :

- *présente les éléments clés du plan d'affaires sous une forme globale (croissance moyenne sur la période, rentabilité moyenne des capitaux investis, etc.) ;*
- *indique la façon dont les risques spécifiques (généralement inclus dans le plan d'affaires) et systématiques (par la détermination du taux d'actualisation) ont été traités ;*
- *présente de manière détaillée les hypothèses utilisées pour le calcul de la valeur terminale ;*
- *présente et commente systématiquement des tests de sensibilité portant sur les principaux paramètres de valorisation (taux d'actualisation, taux de croissance du flux terminal, hypothèses opérationnelles structurantes du plan d'affaires.) autour de l'hypothèse centrale ».*

La même recommandation définit, par ailleurs, le principe d'examen critique de la manière suivante :

« Ce principe conduit l'expert indépendant à examiner de façon objective la pertinence de l'ensemble des données fournies par la direction ou les sources externes.

L'expert indépendant apprécie le caractère pertinent du plan d'affaires, qui a été établi et validé par la direction de la société. Il lui appartient de demander à la direction de modifier ses prévisions lorsqu'elles apparaissent irréalistes compte tenu des informations qu'il détient, de sa connaissance du secteur d'activité de la société et de son appréciation des forces et faiblesses de la société et des opportunités et menaces auxquelles elle est confrontée. Si ces demandes sont acceptées par la direction, les modifications correspondantes sont mentionnées dans le rapport. A défaut, l'expert indépendant peut choisir de retenir un plan d'affaires modifié par ses soins à l'appui de ses travaux d'évaluation. Dans ce cas, il confronte les résultats ainsi obtenus à ceux auxquels conduirait une évaluation basée sur le plan d'affaires de la direction.

Le cas échéant, l'expert indépendant expose dans son rapport les échanges qu'il a pu avoir avec la direction de la société au sujet des hypothèses du plan d'affaires.

L'expert indépendant s'assure en outre que toute modification apportée de manière récente par la direction au plan d'affaires lui a été communiquée avec les raisons qui ont justifié cette modification ».

1. Revue critique du Business Plan

1.1 Prise de connaissance

Le Business Plan peut être résumé comme la vision stratégique des dirigeants sur l'activité et la performance probables dans un avenir à plus ou moins long terme.

Dans le cadre d'une expertise indépendante d'une société cotée et en fonction du degré de communication sur les tendances ou les prévisions, de la taille, de l'organisation, ou de la structure de gouvernance par exemple, la prise de connaissance du Business Plan est plus ou moins aisée.

Cependant, quelles que soient les conditions d'information et d'expertise (sectorielle notamment) de l'Expert indépendant, il semble nécessaire dans cette phase de prise de connaissance du Business Plan d'effectuer les travaux suivants :

- revoir les éléments rendus publics par l'émetteur sur les tendances ou prévisions ;
- obtenir l'horizon de prévision du Business Plan (en fonction du secteur et du business model notamment, les prévisions peuvent être assez fiables dans une échelle de l'ordre de 1 à 8 ans selon les secteurs d'activité et le cas échéant leur cyclicité) ;
- relever les principaux agrégats financiers sur lesquels l'émetteur s'appuie et se faire préciser leur définition/construction ;
- effectuer une première analyse d'études ou de notes sectorielles récentes ;
- effectuer une première étude de notes d'analystes financiers (en règle générale les initiations de couverture sont les notes les plus fournies) ;
- effectuer une première revue générale du document d'enregistrement universel ;
- déterminer au plus tôt avec l'émetteur, les éléments composant le Business Plan qui ne seront pas rendus public.

A la suite de cette prise de connaissance générale du Business Plan, le paragraphe 1.2. dresse l'aperçu du processus d'élaboration des prévisions.

1.2 Processus d'élaboration des prévisions

Le Business Plan de la société à évaluer est un élément central pour l'Expert indépendant, notamment lorsqu'il met en œuvre une approche DCF, puisque les flux de trésorerie prévisionnels sont déterminés à l'aide de celui-ci. Dans une approche analogique (comparables boursiers ou transactions comparables), les agrégats à retenir seront également issus du BP (chiffre d'affaires, EBITDA, EBITDAaL, EBIT...) en cohérence avec l'horizon de prévisions des analystes.

Rappelons que le BP devrait modéliser la stratégie définie par le management. Il est donc primordial pour l'Expert indépendant de bien comprendre le processus d'élaboration des prévisions qui lui sont présentées, avant même d'effectuer une analyse des hypothèses de construction.

Nous présentons ci-après les principaux points de contrôle sur le processus d'élaboration des prévisions :

- niveau hiérarchique de revue et d'approbation des prévisions ;
- processus d'établissement structuré ou non (*bottom up puis top down...*),
- niveau de documentation des hypothèses ;
- identification des choix comptables structurants ;
- analyse des écarts sur le passé : profil de risque de la société qui se matérialise par la capacité de la société à atteindre ses objectifs,
- articulation du BP avec les prévisions retenues pour les tests d'*impairment*.

1.2.1 Niveau hiérarchique de la revue et de l’approbation des prévisions

L’Expert indépendant s’assure tout d’abord que le BP qui lui est transmis a été revu par le management et qu’il traduit bien sa vision, avec le cas échéant des scénarii pessimistes, intermédiaires ou optimistes. Par ailleurs, certains BP correspondent plus à des objectifs commerciaux qu’à des prévisions d’activité. Le meilleur moyen est de s’assurer que le BP transmis à l’Expert indépendant a été validé par l’organe compétent de la société (généralement le Conseil d’administration, ou le conseil de surveillance – article 1 de la Recommandation n° 2006-15 du 10 février 2020).

Un résumé ou des extraits du BP utilisé par l’Expert indépendant pourront utilement être inclus dans la lettre d’affirmation, à l’issue de la mission.

L’expert indépendant examinera en outre le BP au regard des prévisions des analystes et de leur consensus et pour ce faire il se rapprochera du management et le cas échéant en tirera éventuellement les conséquences.

Dans les rares cas où des prévisions ne sont pas disponibles, l’expert indépendant peut prendre connaissance des prévisions des analystes, quand elles existent. **Dans ce cas, l’Expert se rapproche du management pour approfondir l’analyse de ces prévisions et en tirer les conséquences.**

1.2.2 Processus d’établissement structuré

Rappelons qu’il n’existe pas de standard pour l’établissement d’un BP. Il est donc important de bien comprendre la méthodologie d’élaboration qui a été suivie (ceci est d’autant plus important quand il s’agit d’un groupe avec des plans d’affaires distincts par zone géographique ou par métier).

Les prévisions sont souvent structurées selon une démarche *bottom-up* ou *top down*.

Il sera nécessaire de connaître la périodicité d’actualisation des prévisions (impact des actualisations budgétaires sur le BP) et les raisons d’éventuelles modifications récentes.

1.2.3 Niveau de documentation des hypothèses

En pratique, les hypothèses du BP devraient être documentées. Les documents à obtenir seraient à titre d’illustration : un éventuel rapport sur la stratégie, une étude de marché, un rapport de due diligence, une situation comptable en cours, le *reporting* par activité, les principaux événements comme l’obtention ou la perte de contrats significatifs, le succès à des appels d’offres, un changement législatif, un nouveau brevet, la documentation sur l’ouverture de nouveaux sites ou points de vente etc....

L’Expert indépendant s’assurera que les orientations stratégiques et les décisions de l’organe compétent sont bien prises en compte dans le BP (restructurations, croissance externe).

Il s’agira pour l’Expert indépendant, par des discussions avec le management, de comprendre et challenger le « *business model* » de la société, les principales hypothèses et d’identifier les facteurs de sensibilité ainsi que les facteurs de synergies et di-synergies⁵⁰ (voir la publication de l’APEI relative aux synergies).

Dans un deuxième temps, un échange avec les membres du comité *ad-hoc* sera effectué, le cas échéant, pour recueillir leurs éventuelles appréciations sur le BP qu’ils ont eu à connaître dans leur rôle d’administrateurs.

⁵⁰ Cf. chapitre G consacré à la prise en compte des synergies.

1.2.4 Identification des choix comptables et fiscaux structurants

Parmi les principaux choix comptables et fiscaux pouvant structurer un BP figurent :

- **CIR** : il s'agit de s'assurer que le CIR est appréhendé dans le BP au niveau de l'EBIT ou au niveau de l'impôt. Si le CIR est appréhendé au niveau de l'EBIT, il est nécessaire de s'assurer qu'il est retraité dans la base du résultat taxable.
- **CVAE** : la CVAE et tout mécanisme fiscal basé sur des données d'exploitation devrait être pris en compte au niveau de l'EBIT et des flux opérationnels.
- Si la CVAE est appréhendée dans l'impôt sur les sociétés, s'assurer que le taux d'imposition normatif intègre à la fois le taux de base d'imposition et l'effet de la CVAE
- **Impôt sur les sociétés** : il convient de s'interroger sur la pérennité des contributions additionnelles pouvant être annoncées comme temporaires et de leur prise en compte dans le flux terminal. A titre d'exemple, la contribution sociale (3,3 %) demeure toujours d'actualité.

D'une manière générale, il est nécessaire de s'interroger sur la pérennité ou non d'un mécanisme fiscal de taxation supplémentaire ou de minoration de charge puis de sa prise en compte dans le flux terminal ; cela devrait être apprécié au cas par cas.

L'absence de prise en compte d'un mécanisme fiscal dans le flux normatif, pour lequel la législation n'a prévu de date limite d'effet, devrait être noté dans le rapport de l'expert et justifié.

- **PIDR** : faut-il prendre en compte de la PIDR dans la dette nette ou dans les flux d'exploitation ?
- Dans le cas d'une prise en compte via la dette nette, la PIDR devrait être impactée de l'effet impôt.
- Il convient aussi de s'interroger sur le dispositif de retraite : régime à cotisation ou à prestation définies ? Un régime à prestation définie peut engendrer des variations importantes de l'engagement et peut faire l'objet d'une analyse de sensibilité.
- **Déficits reportables** : les déficits reportables peuvent être modélisés dans le Business Plan ou pris en compte au niveau de la dette nette. Leur montant retenu dans l'évaluation ne correspond pas nécessairement au montant de l'impôt différé actif comptabilisé (horizon temps et taux d'actualisation différents). En général, l'ensemble des déficits reportables sont à actualiser et à valoriser au rythme de la génération des résultats dans le BP.
- **IFRS 16** : il convient vérifier si le BP a été préparé en tenant compte ou non de la norme IFRS 16 à la fois dans une perspective de construction des flux et pour appliquer la méthode des comparables boursiers (cf. chapitre F). En effet, en substance, sa mise en œuvre impacte à la fois :
 - ✓ le compte de résultat dans la mesure où les charges de loyer, préalablement déduites pour le calcul de l'EBITDA, sont décomposées entre (i) une charge d'amortissement déduite de l'EBITDA pour le calcul de l'EBIT et (ii) une charge d'intérêts déduite de l'EBIT pour le calcul du résultat courant.
 - ✓ le bilan dans la mesure où il est inscrit à l'actif un droit d'utilisation des actifs loués en contrepartie de l'enregistrement au passif d'une dette liée aux obligations locatives.

L'introduction de la norme IFRS 16 a eu un impact très variable sur les agrégats comptables selon les secteurs d'activité, sans toutefois que cet impact soit nécessairement homogène au sein d'un même secteur (loyers variables, renouvellements, composante service...).

L'utilisation de l'EBITDAaL, soit l'EBITDA après loyer, paraît aujourd'hui à privilégier par rapport à l'EBITDA.

Cet agrégat est soit publié spontanément par certaines sociétés, voire devenue la norme dans certains secteurs (télécom), soit peut-être déterminé par l'évaluateur en déduisant de l'EBITDA la part d'amortissement et d'intérêt des loyers.

Il permet de se rapprocher de la notion d'EBITDA avant introduction de la norme IFRS 16. Il conduit ainsi à exclure des actifs d'exploitation les actifs faisant l'objet d'une location financière (droits d'usage)⁵¹.

Par ailleurs, devant les difficultés pratiques pour disposer des informations prévisionnelles retraitées soit directement soit en effectuant soi-même les retraitements, on peut observer que :

- l'utilisation de l'EBIT par rapport à l'EBITDAaL présente l'avantage de requérir moins de retraitement (exclusivement la part des intérêts dans les loyers) ;
- l'utilisation d'un EBIT non retraité en conjonction avec une dette financière hors obligation locative entraîne un biais relativement faible (qu'il convient toutefois de vérifier) car la charge d'intérêt liée aux obligations locatives est souvent limitée dans un univers de taux bas.

1.2.5 Analyse des écarts sur le passé

L'analyse des écarts, avec les précédents BP ou budgets, permet d'appréhender la capacité de la société à délivrer ses prévisions pour apprécier la vraisemblance globale du Business Plan au regard des performances historiques. C'est une étape importante de la revue critique du BP.

Si cette analyse n'a pas été réalisée par le management, l'Expert indépendant pourra l'effectuer en comparant les performances réalisées (sur 3 ans, par exemple) avec celles budgétées initialement. Les écarts significatifs devront être expliqués et justifiés : plan de restructuration, disparition d'un concurrent, effet conjoncturel non anticipé...

1.2.6 Articulation du BP avec les prévisions retenues pour les tests d'impairment

Les prévisions utilisées pour les tests d'impairment selon les normes IFRS peuvent différer du BP à retenir pour l'évaluation de la société.

En effet, IAS 36 prévoit que :

- les effets des éventuels restructurations et investissements futurs non encore engagés ne devraient pas être pris en compte dans le Business Plan,
- les flux de trésorerie prévisionnels sont déterminés avant l'impôt sur le résultat.

De plus, le périmètre n'est pas toujours identique. L'ensemble des plans d'affaires utilisés dans les tests d'impairment ne recourent pas systématiquement le Business Plan de la totalité du périmètre de la société évaluée.

1.3. Hypothèses de construction

Préalablement à la mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation, l'analyse des hypothèses de construction du Business Plan permet de mieux cerner les spécificités de la société sur son marché, et d'identifier les paramètres susceptibles de faire varier la valeur. Cette compréhension du modèle économique facilite l'analyse critique du Business Plan et l'estimation du degré de cohérence des prévisions (cf. § 1.4).

⁵¹ Voir annexe 1 du chapitre F.

Les hypothèses de construction du compte de résultat peuvent se classer en deux catégories :

- **Endogènes** : hypothèses sur lesquelles la société a une influence telles que le mix-produit et son évolution (prix de vente, volume, qualité), la productivité industrielle ou commerciale (qui peut varier en fonction de l'expérience, du recrutement, de la formation, de l'intéressement, de l'investissement ou du choix des fournisseurs), la localisation,...
- **Exogènes** : hypothèses que la société subit ou sur lesquelles elle a peu d'influence, telles que la profondeur du marché qu'elle occupe et son dynamisme (croissance, maturité ou déclin, importance de la concurrence), les tendances économiques sectorielles nationales ou internationales, le prix de marché des biens et services achetés, une partie du coût salarial (temps de travail, salaire minimum et niveau des charges sociales), l'évolution des normes, la fiscalité, le coût de l'argent, le niveau d'inflation,...

L'analyse de ces données peut être rendue plus difficile lorsque la société occupe une niche, envisage de répondre à un nouveau besoin (ou de le créer) ou bénéficie de conditions dérogatoires sur son marché.

Ces hypothèses influent sur :

- le niveau d'activité, i.e. la plupart du temps le chiffre d'affaires ;
- le niveau de rentabilité.

1.3.1 L'analyse du niveau d'activité

Quelle que soit la méthode d'évaluation envisagée, la **compréhension de la construction et de l'évolution du chiffre d'affaires prévisionnel** est une étape essentielle dans l'analyse d'un Business Plan.

Il convient d'abord de **distinguer la croissance externe**, résultant d'un changement de périmètre de la société (par acquisition ou fusion) de la **croissance organique** (ou interne) issue du développement de l'activité propre. Cette analyse permet de comparer les chiffres d'affaires historiques et prévisionnels à périmètre constant et de mesurer l'effet des investissements (industriels, financiers ou commerciaux).

L'analyse du chiffre d'affaires **par branche d'activité** apporte une meilleure vision sur la stratégie de mix-produit de la société et ses problématiques. Selon leurs cycles de vie (lancement, croissance, maturité ou déclin), toutes les branches d'activité n'ont pas les mêmes enjeux : maîtrise de la croissance des charges d'exploitation pour une activité en forte croissance, variabilité des charges pour une activité mature ou en déclin.

Les chiffres d'affaires des différentes branches d'activité peuvent ensuite être analysés en termes de volume et de prix afin d'identifier la part de la croissance du chiffre d'affaires imputable à un effet prix et à un effet volume. Ce travail devrait conduire l'Expert indépendant à analyser les raisons des évolutions passées (volonté de vendre des produits à plus forte valeur ajoutée, augmentation des capacités de production, amélioration de la position concurrentielle, etc.), interroger le management sur la stratégie mise en œuvre et vérifier la cohérence des projections.

Si cette analyse peut être aisément menée pour des produits de grande série ou dans la distribution (à partir de la notion de panier moyen), elle s'avère plus délicate s'agissant de projets (dans le BTP ou la pharmacie par exemple) ou de production diversifiée (activités diverses ayant un cycle de vie court et pouvant se substituer l'une à l'autre). Dans ce contexte, l'expert indépendant peut rationaliser de manière plus globale les hypothèses retenues à partir d'études sectorielles ou sur la base des anticipations des analystes financiers couvrant des sociétés cotées du même secteur que celui où opère la société.

L'analyse du niveau d'activité – illustration :

Résultat (K€)	2013R	2014E	2015 E	2016E	2017E	2018E
Périmètre constant	100 587	99 458	100 534	100 694	101939	102 688
Variation (%)		(1 1%)	1 1%	0 7%	1 7%	0 7%
CA France	99 801	98 654	99 617	99 710	100 893	101529
Nombre de boutiques	460	460	460	460	460	460
a) Appareils sanitaires	80 539	78 999	79 658	79 375	80 228	80 496
Variation (%)	3,9%	(1,9%)	0,8%	(0,4%)	1,1%	0,3%
Effet volume	1184	2 056	2 056	5 709	2 396	1846
Effet prix		(2 724)	(1397)	(5 991)	(1543)	(1578)
Volumes	26 846	27241	27950	29 953	30 857	31567
Prix de vente moyen	3,00	2,90	2,85	2,65	2,60	2,55
b) Services	19 262	19 655	19 959	20 335	20 665	21033
CAAllemagne	786	805	917	984	1046	1159
Développement	-	1614	5 569	10 323	15 526	21193
CANouvelles boutiques		1614	5 569	10 323	15 526	21193
a) CANouvelles boutiquesFrance		1410	4 940	9 169	13 895	19 075
Nouvelles boutiques France(cumul)		17	31	49	69	104
a) CANouvelles boutiques Allemagne		204	629	1154	1631	2119
Chiffre d'affaires	100 587	101072	106 103	111017	117 465	123 882
Variation (%)		0,5%	5,0%	4,6%	5,8%	5,5%

L'exemple développé dans le tableau ci-dessus concerne une entreprise de distribution d'appareils sanitaires. La croissance du chiffre d'affaires à périmètre constant s'explique par une hausse des volumes vendus, compensant une érosion progressive du prix de vente moyen. S'adressant à une clientèle senior, la société anticipe l'arrivée de la population issue du « baby-boom » dans son cœur de cible. Corollairement à cet élargissement du marché, la société prévoit un durcissement de la concurrence faisant pression à la baisse sur les prix de vente.

A noter enfin que la société prévoit l'ouverture de 104 nouvelles boutiques en France à l'horizon 2018, soit un renforcement du réseau de l'ordre de 20 %. D'ici 2018, ces nouveaux centres pèseront pour près de 17 % du chiffre d'affaires global, illustrant la volonté de la société de développer son activité principalement à travers une politique de croissance interne, ces investissements expliquant la majeure partie de la croissance attendue.

1.3.2 L'analyse de la rentabilité

L'analyse de la rentabilité historique et prévisionnelle nécessite de **comprendre la structure des coûts**. La capacité bénéficiaire d'une entreprise s'apprécie en **distinguant ses coûts fixes de ses coûts variables, puis en appréciant sa position par rapport à son point mort et, enfin, en estimant les paliers des coûts fixes en fonction du niveau d'activité**.

En rappelant que les **charges fixes et variables ne le sont pas tout à fait dans la réalité**, le fait de dissocier les charges fixes des charges variables permet d'identifier la marge sur coûts variables. Plus la société dispose d'une marge sur coûts variables élevée par rapport à ses coûts fixes, plus elle s'éloigne de son point mort. La notion de **levier opérationnel** met en évidence la **sensibilité du résultat**, et donc de la rentabilité, **par rapport à la variation du niveau d'activité**. Un levier d'exploitation élevé (faible) induit une forte (faible) sensibilité de la rentabilité en cas d'évolution, à la hausse comme à la baisse, du niveau d'activité. Il est important de noter que l'effet de levier est **d'autant plus important que la société (i) se rapproche de son point mort et/ou (ii) présente une intensité capitalistique élevée**. Dans ce cas, l'Expert réalisera une analyse de sensibilité de la rentabilité en fonction des hypothèses d'activité afin de rendre compte du caractère potentiellement instable des prévisions⁵².

⁵² Levier opérationnel = Marge sur coût variables / résultat.

Le niveau de point mort n'est généralement pas constant ; il est susceptible d'évoluer au cours de la période considérée. Ainsi, lorsqu'une entreprise recourt à l'investissement et/ou à l'endettement, elle élève le niveau de son point mort (hors investissement de productivité dont l'incidence peut être plus neutre).

En effet, le point mort peut être calculé avant ou après frais financiers, ces derniers étant assimilables, à taux d'intérêt constant, à des coûts fixes qui sont indépendants du niveau d'activité de la société. Par ailleurs, dès lors que les capacités de production (de toutes natures) de la société sont (ou deviennent) saturées, l'Expert indépendant peut s'interroger sur l'évolution par palier des coûts fixes, ces derniers venant également accroître le niveau du point mort.

L'analyse du point mort – illustration :

Résultat (M€)	2014 R	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	67,0	70,2	106,0	132,0	161,0
Variation (%)	3,0%	4,8%	51,0%	24,5%	22,0%
Achats consommés	(28,8)	(29,4)	(35,4)	(44,3)	(53,8)
Sous-traitance	(2,3)	(2,5)	(8,9)	(11,2)	(11,3)
Autres achats	(7,5)	(8,2)	(11,9)	(14,8)	(18,3)
Marge sur coûts variables	28,4	30,1	49,8	61,7	77,6
En%	42,4%	42,8%	47,0%	46,8%	48,2%
Charges externes	(5,4)	(5,5)	(7,9)	(9,8)	(12,2)
Charges de personnel	(21,9)	(22,2)	(29,4)	(36,7)	(41,1)
Impôts et taxes	(0,5)	(0,5)	(0,7)	(0,7)	(0,8)
Dotations aux amortissements	(1,4)	(1,4)	(2,9)	(4,4)	(4,4)
Coûts fixes	(29,2)	(29,6)	(40,9)	(51,6)	(58,5)
Résultat d'exploitation	(0,8)	0,5	8,9	10,1	19,1
En%	(1,2%)	0,7%	8,4%	7,7%	11,9%
Point mort	69,0	69,0	87,1	110,4	121,4
Ecart CA et point mort	(2,9%)	1,7%	21,7%	19,6%	32,6%
Frais financiers avant invest.	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)
Frais financiers nouvel invest.	-	-	(3,0)	(2,5)	(2,0)
Résultat avant impôts	(2,4)	(1,1)	4,3	6,0	15,5
Point mort après financement	72,7	72,8	96,9	119,2	128,8
Ecart CA et point mort	(7,9%)	(3,5%)	9,4%	10,8%	25,0%

Dans l'exemple ci-dessus, la société prévoit de dépasser son point mort dès 2015 et d'améliorer significativement sa rentabilité d'ici 2018. Pour ce faire, la société entend doubler sa capacité de production en 2016, cet investissement étant financé par l'endettement. L'amélioration de la rentabilité s'explique par une progression plus rapide de la marge sur coûts variables que celle des coûts fixes. Ce faisant, la société s'éloigne de son point mort au fil des années. On peut observer que la progression des coûts fixes en 2016 et 2017 est cohérente avec l'investissement capacitaire.

La prise en compte des frais financiers dans le calcul du point mort réduit la marge de sécurité de la société. A l'horizon 2018, l'écart entre le chiffre d'affaires prévisionnel et le point mort n'est plus que de 25 % après prise en compte des frais financiers contre 32,6 % avant.

1.3.3 L'incidence des effets exogènes

Les exemples présentés anticipent une certaine évolution de l'environnement : dans le premier exemple, la croissance de l'activité repose sur celle de la population de plus de 70 ans et, dans le second exemple, l'amélioration de la marge sur coûts variables découle de l'accroissement des capacités de production dont le coût a été estimé sur les bases connues au jour de l'établissement du Business Plan.

Or, le chiffre d'affaires et/ou la rentabilité peuvent varier de manière importante sous l'effet d'une faible modification de ces hypothèses : arrivée ou sortie d'un nouveau concurrent ; modification du prix des matières premières... sont des éléments exogènes susceptibles de remettre en cause les prévisions. Ainsi, sans pour autant imaginer le pire (le « crash case »), l'Expert indépendant réalisera des analyses de sensibilité afin de mesurer leur impact sur la valeur de la société en faisant varier les hypothèses structurantes.

1.4 Analyse de cohérence

1.4.1 Compréhension de l'analyse de cohérence

La compréhension :

- du niveau d'activité d'une entreprise i.e la construction de son chiffre d'affaires (mix volume/prix), globalement dans le cas d'une activité mono produit ou par business unit dans le cas d'une activité plurielle et sa décomposition entre croissance organique et croissance externe ;
- de la profitabilité de celle-ci par une analyse de sa structure de coûts fixes / coûts variables et ce faisant, son levier opérationnel ;

est une étape préalable nécessaire à l'étude de la **rentabilité** de l'entreprise (cf. paragraphe 1.3)

Une entreprise peut s'analyser comme un portefeuille d'actifs générant un certain niveau de rentabilité économique (retour sur capitaux employés ou ROCE) aux apporteurs de capitaux ayant financé cet actif économique (actif immobilisé + BFR d'exploitation).

Le ROCE se définit comme le rapport entre le résultat d'exploitation (EBIT) après impôt normatif (taux effectif moyen d'imposition) et le montant de l'actif économique soit, après prise en compte du taux de rotation de l'actif économique :

$$ROCE = \frac{EBIT(1-\text{taux d'impôt normatif})}{\text{Chiffre d'affaires}} \times \frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Actif économique}}$$

Il convient de souligner la limite suivante : le **ROCE** est une donnée comptable (notamment car il est basé sur un bilan qui ne considère pas certaines dépenses comme des investissements et qui prend en compte des politiques de croissance différentes) et peut induire des **biais dans l'analyse de la performance de l'entreprise et dans la validation de la cohérence des hypothèses du Business Plan** (ex : dépenses de R&D contribuant à la génération du résultat d'exploitation non activées au bilan,...).

La cohérence des hypothèses d'un BP (et donc l'appréciation de la pérennité de la rentabilité de l'entreprise) pourra intégrer **l'étude préalable du ROCE historique**, des **avantages compétitifs** de l'entreprise expliquant ce ROCE et du **positionnement relatif du ROCE** de l'entreprise par rapport à celui de ses concurrents⁵³.

⁵³ Difficulté pratique de mise en œuvre du fait du manque d'homogénéité des données entre les entreprises d'un même secteur (cf. notamment la Recommandation de la COB n° 2001-01 relative à la communication des émetteurs sur la création de valeur actionnariale).

Il ne s'agit pas de mettre en œuvre une analyse stratégique complète de l'entreprise (hors du champ de compétence de l'expert indépendant) mais d'identifier de manière liminaire **les principaux facteurs clés de son marché** pour comprendre comment l'entreprise se positionne sur celui-ci et arrive à dégager une **rentabilité opérationnelle** et donc un **ROCE** conforme ou supérieur à celui du secteur

1.4.2 Analyse sur la base d'un SWOT

Une analyse sur la base par exemple d'un SWOT (**forces faiblesses opportunités menaces**) et/ou de la **méthode des cinq forces de Porter** (concurrence intra sectorielle, menace de nouveaux entrants, produits de substitution, pouvoir de négociation des fournisseurs /des clients) pourra être menée.

Une telle analyse a, notamment, pour objectif d'identifier les **avantages compétitifs** de l'entreprise évaluée qui peuvent se traduire par **deux types d'effets** (non exclusifs) :

- une **capacité à fixer les prix** sur son marché (produits innovants, degré de différenciation, barrière à l'entrée qualité, marque, protection / brevets, clientèle captive...);
- une **capacité à optimiser ses coûts / ses capitaux employés** (méthodes de production, logistique, coût direct/indirect de production), économie d'échelle, coût marginal d'acquisition des clients...).

1.4.3 ROCE (retour sur capitaux employés)

Les principaux points d'analyse et de retraitement pour calculer le ROCE pourront porter sur :

- La définition :
 - ✓ d'un **résultat d'exploitation courant** avec le rattachement des éventuels produits et charges comptabilisés ailleurs mais participant au **cycle d'exploitation** ;
 - ✓ d'un **actif économique normatif** (calculé en début de période, en moyenne sur la période ou en fin de période).
- **L'exclusion ou non des goodwill** selon que l'approche vise à comparer le ROCE de l'entreprise avec celui de son secteur ou à apprécier en tendance la cohérence d'un Business Plan (comprenant des opérations de croissance externe déjà connues) avec une politique de croissance externe récurrente de l'entreprise.
- **L'exclusion des actifs** dont la contribution n'est pas prise en compte dans l'EBIT (participations mises en équivalence, titres de placement...).
- **La définition précise du Besoin en Fonds de Roulement** (cf. paragraphe 1.6).

L'analyse en tendance (historique et prospective) d'un ROCE et les agrégats qui le définissent (Chiffre d'affaires, EBITDA, EBITDAaL, EBIT, niveau de BFR...) passera nécessairement par une comparaison des hypothèses du Business Plan avec :

- les performances absolues et relatives de l'entreprise sur son secteur (et la compréhension des améliorations / dégradations, sur ou sous performances observées) ;
- les anticipations des analystes qui suivent la valeur et qui portent sur l'entreprise elle-même ainsi que sur les comparables cotés du secteur (notes d'analystes ou données de bases financières...);
- les données issues de monographies interprofessionnelles (type Xerfi) ou de syndicats professionnels (ex : Syntec...).

Ainsi, l'analyse de cohérence d'un Business Plan pourrait passer par l'examen de tout ou partie des points théoriques suivants :

1. **L'entreprise dégage-t-elle sur l'horizon explicite du Business Plan (voire sur la période intercalaire prenant en compte la cyclicité du(des) secteur(s)), un ROCE moyen supérieur à la rentabilité espérée des apporteurs de capitaux (WACC ou Weighted Average Cost of Capital) ?**
2. **A long terme** (appréhendé dans la valeur terminale notamment), **le ROCE de l'entreprise est-il significativement différent du ROCE du secteur ?** Si oui pourquoi ?
3. **A terme, le ROCE converge-t-il vers le WACC ? (fin des avantages compétitifs de l'entreprise sur son ou ses marché(s)) hormis cas exceptionnels (barrières réglementaires...).**

1.5 Investissements

L'enjeu pour l'Expert indépendant est d'apprécier l'incidence des investissements sur l'évaluation de la société :

- Dans une approche DCF, les investissements impactent les flux de trésorerie disponibles directement lors de leur réalisation, puis indirectement par l'augmentation des revenus et des marges qu'ils génèrent.
- Dans les autres approches de valorisation, le montant des investissements n'est pas directement pris en compte et reste implicitement attaché au montant de l'amortissement et aux prévisions de croissance.

Les principaux points à examiner par l'Expert indépendant sont les suivants :

- Les immobilisations incluent-elles des actifs hors exploitation ? Quelle est la part de l'outil productif dans le modèle d'activité de la société évaluée ?
- Les hypothèses d'investissements sont-elles concordantes avec les dotations aux amortissements (articulation entre le volet bilanciel et le volet des flux du Business Plan) ?
- Quel est le montant des investissements de maintenance nécessaires (cycle d'usure ou d'obsolescence de l'outil de production) ?
- Quels sont les investissements de développement réalisés et anticipés ? Les hypothèses du Business Plan sont-elles cohérentes et vraisemblables avec l'augmentation des capacités prévues ?
- Quel est le niveau d'investissement normatif pour l'approche du flux permettant de déterminer la valeur terminale ?

Il convient de noter que nous supposons que le Business Plan est élaboré dans un référentiel comptable où les actifs sont inscrits au bilan indépendamment de leurs modalités de financement (voir paragraphe 1.2.4 concernant l'implication de la norme IFRS 16).

1.5.1 Cadre de l'analyse des investissements

La part des actifs immobilisés affectés à l'exploitation est généralement propre au secteur d'activité. Néanmoins, dans un même secteur ou pour une même activité, le modèle d'activité peut varier, engendrant une part de coûts fixes dans la structure de coûts différente. Des activités a priori fortement capitalistiques peuvent s'avérer moins consommatrices de ressources si la société a variabilisé ses coûts de production pour réduire son risque opérationnel (« fabless » ou sans usine) ou réduire le montant de ses capitaux investis (franchise).

La compréhension du modèle d'activité est essentielle pour apprécier les investissements nécessaires et poser les bases d'une comparaison sectorielle pertinente.

Cette analyse servira à l'appréciation qualitative du risque non diversifiable nécessaire au calcul du taux d'actualisation. Ainsi des activités à coûts fixes élevés, car très capitalistiques, s'avèrent plus risquées.

Une approche différenciée entre investissements de maintenance et de développement est essentielle. L'expert indépendant examine les projets structurant le développement et l'incidence de ces investissements sur les revenus et marges prévisionnels. L'analyse de l'évolution de la part des immobilisations dans les capitaux employés ou de ratios plus ciblés (intensité capitalistique, taux d'utilisation des capacités de production...) est attachée à la démarche.

Pour la société évaluée, l'expert indépendant disposera d'une information détaillée sur sa structure de coûts. Une telle précision est difficilement obtenue pour les sociétés comparables.

C'est sur la base de cette analyse approfondie que l'Expert indépendant appréciera l'évolution des investissements et leur normalisation pour en déduire la vraisemblance et la cohérence des prévisions d'investissements.

1.5.2 Investissements de maintenance (maintien de la capacité de production)

Les investissements de maintenance permettent de pérenniser l'exploitation de l'outil industriel dans sa configuration actuelle. L'évolution de ces investissements est généralement liée à leurs cycles de maintenance.

Ils peuvent utilement être appréciés à partir des amortissements passés. La politique d'amortissement peut néanmoins être examinée pour s'assurer que le rythme d'amortissement est en phase avec la durée réelle d'exploitation des différents actifs.

Le coût de remplacement ne coïncide pas toujours avec les coûts historiquement observés :

- l'inflation a pour conséquence une augmentation du coût ;
- les progrès technologiques peuvent les diminuer.

La compréhension de la nature des actifs immobilisés et du cycle d'activité permet à l'Expert indépendant d'apprécier le montant des investissements de maintenance présenté dans le Business Plan.

1.5.3 Investissements de développement (capacité / productivité)

Ces investissements sont inhérents aux projets de développement de la société. Ils se traduisent par une variation plus ou moins marquée des revenus et marges d'exploitation à venir.

L'Expert indépendant appréciera le supplément de revenus et marges que génèrent les capacités de production nouvelles en observant la montée progressive de leur utilisation et le délai au terme duquel la société escompte leur pleine utilisation.

La compréhension des projets structurant le développement de la société et des investissements qu'ils requièrent permet à l'Expert indépendant de comprendre l'évolution des revenus et marges présentés dans le *Business Plan*.

1.6 Besoin en fonds de roulement (BFR)

L'enjeu pour l'Expert indépendant est d'apprécier l'impact du BFR sur l'évaluation de la société :

- dans une approche DCF, la variation du BFR est un élément qui impacte directement les flux de trésorerie disponibles ;
- dans une approche par les comparables, l'impact du BFR sur la valeur est indirect.

Ainsi les principaux points à examiner et à prendre en compte par l'Expert indépendant sont les suivants :

- Quel est le BFR de référence ?
 - ✓ quelle est la date de référence ?
 - ✓ existe-t-il des éléments exceptionnels dans le BFR et comment les traiter ?
- Quel est le niveau normatif du BFR ? Les hypothèses du Business Plan sont-elles cohérentes et vraisemblables avec ce niveau normatif ?
- Les modalités de financements, méthodes comptables et retraitement (Factor ?).
- La saisonnalité de l'activité.

Dans certains secteurs (secteur de la distribution notamment), le BFR peut être structurellement négatif. On parle ainsi d'excédent en fonds de roulement (ou EFR). **Si l'Expert estime que l'EFR n'est pas appréhendable :**

- cet excédent est à retrancher de la trésorerie nette,
- les produits financiers générés par cet excédent sont à prendre en compte.

La variation d'EFR annuelle subira un traitement identique à cet excédent sur la durée explicite du BP.

1.6.1 Le BFR du bilan de référence

Dans le cadre d'une approche DCF :

- le BFR du bilan de référence est le point de départ pour le calcul de la variation du BFR prise en compte dans le calcul des flux de trésorerie de la durée explicite du Business Plan ;
- le BFR et la dette nette sont à calculer à partir du même bilan de référence.

Dans le cadre d'une approche analogique :

- l'impact du BFR réside dans l'effet que le BFR a sur la dette nette de référence à la date de l'évaluation⁵⁴ ;
- l'analyse du BFR du bilan de référence permet le cas échéant d'identifier les éléments exceptionnels non récurrents qui sont à exclure du BFR. A titre d'exemple :
 - ✓ des retards conséquents en matière de délai de paiement fournisseurs peuvent être reclassés en dette nette ;
 - ✓ dans le cas de stock « spéculatif » résultant de l'achat d'une quantité conséquente de stock à un prix avantageux, ce stock est considéré comme un élément non récurrent du BFR.

⁵⁴ Le BFR a également un impact sur le multiple à travers l'effet que le niveau de BFR a sur les capitaux employés et le ROCE (à EBIT constant).

1.6.2 Le BFR normatif

L'analyse du BFR commence par la compréhension par l'expert indépendant du cycle d'exploitation. Pour apprécier le niveau normatif du BFR, l'expert indépendant peut analyser les délais de paiement (clients, fournisseurs, engagements sociaux et fiscaux...) et de détention des stocks ainsi que la structure des coûts de la société.

Une analyse du niveau de BFR observé sur la base des comptes historiques ainsi qu'une comparaison avec les indicateurs du secteur sont recommandées. La démarche classique consiste à rapporter le BFR ainsi que les différents éléments composants le BFR (créances clients, stocks, dettes fournisseurs...) à l'activité de la société et à les exprimer en pourcentage du chiffre d'affaires et en jours de chiffre d'affaires. Une analyse du BFR par activité est à effectuer, afin d'identifier l'impact des différentes activités sur le niveau de BFR.

Sur l'horizon du Business Plan, l'analyse des hypothèses opérationnelles sous-jacentes permettent à l'Expert indépendant d'apprécier la cohérence des prévisions en matière de BFR. Dans ce cadre, l'Expert indépendant examine l'impact des projets de la société (lancement de nouveaux produits, évolution du mix du chiffre d'affaires, développement d'une centrale d'achat...) sur le niveau normatif du BFR.

C'est sur la base de cette analyse approfondie que l'expert indépendant va pouvoir se prononcer sur l'évolution du BFR vers un niveau normatif. Ainsi, dans les cas les plus simples (croissance organique, mono-activité, structure de coûts stable...), un retour vers un niveau normatif dès la première année du Business Plan peut être envisagé. En revanche, une analyse approfondie est à effectuer pour les cas plus complexes (retour progressif au BFR normatif...).

Le BFR normatif – exemple d'analyse

en k€	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Actifs circulants							
Stock	17 474	14 592	46 219	45 269	39 551	39 884	40 253
<i>En jours de CA</i>	<i>27jours</i>	<i>18 jours</i>	<i>48jours</i>	<i>46 jours</i>	<i>45jours</i>	<i>45 jours</i>	<i>45jours</i>
Clients et comptes rattachés	36 310	30 078	38 406	38 380	34 277	34 566	34 886
<i>Enjours de CA</i>	<i>55jours</i>	<i>38 jours</i>	<i>39jours</i>	<i>39 jours</i>	<i>39jours</i>	<i>39 jours</i>	<i>39jours</i>
Autres débiteurs et actifs courants	13 389	13 631	25 509	22 783	18 018	18 169	18 338
<i>Enjours de CA</i>	<i>20jours</i>	<i>17jours</i>	<i>26jours</i>	<i>23 jours</i>	<i>21 jours</i>	<i>21 jours</i>	<i>21 jours</i>
Passifs circulants							
Autres passifs courants	-1 477	-284	-835	-984	-879	-886	-895
<i>En jours de CA</i>	<i>-2jours</i>	<i>0 jours</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-1 jours</i>
Fournisseurs et autres créditeurs	-58 554	-53 359	-65 020	-65 935	-58 887	-59 382	-59 933
<i>Enjours de CA</i>	<i>-89jours</i>	<i>-67jours</i>	<i>-67jours</i>	<i>-67jours</i>	<i>-67jours</i>	<i>-67 jours</i>	<i>-67jours</i>
BFR	7 142	4 658	44 279	39 512	32 080	32 350	32 650
Chiffre d'affaires*	240 203	292 088	355 100	359 200	320 800	323 500	326 500
BFR en jours de chiffre d'affaires	11	6	46	40	37	37	37
BFR en % du chiffre d'affaires	3,0%	1,6%	12,5%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%

L'exemple ci-dessus concerne une société de distribution d'accessoires pour smartphones. Au regard de l'analyse détaillée des différentes composantes du BFR, la hausse de celui-ci s'explique essentiellement par l'augmentation du niveau des stocks en 2014. Les délais de règlement clients (39 jours de chiffre d'affaires au 31/12/2014 contre 38 jours au 31/12/2013) et fournisseurs (67 jours au 31/12/2014 et au 31/12/2013) sont restés stables.

Dans le cas présent, la société avait changé de mode de transport concernant ses approvisionnements (développement du transport par bateau au détriment de l'aérien) d'où l'obligation de constituer un stock plus important.

Le Business Plan de la société présentait un niveau normatif du BFR de 10% du chiffre d'affaires partant du principe que la société améliorerait marginalement son efficacité opérationnelle et que cela permettrait de réduire le niveau du BFR de 12,5% à 10%.

1.6.3 Impact de la saisonnalité

Le caractère saisonnier d'une activité correspond à un décalage dans le processus de production entre les achats, la production et les ventes. Le niveau du BFR évolue donc au cours de l'année en fonction de l'intensité et du positionnement de l'activité par rapport au processus de production.

Dans le cas d'activités à forte saisonnalité, l'expert indépendant tient compte de la saisonnalité dans son appréciation du niveau normatif du BFR. En revanche, la modification du BFR de référence est à effectuer d'une façon cohérente avec la dette nette de référence ; en effet le retraitement de l'écart entre BFR normatif et BFR réel peut être effectué sur le 1er flux ou sur la dette nette.

Afin de prendre en compte la saisonnalité du BFR, deux méthodes peuvent être envisagées :

- retenir le BFR moyen mensuel ou trimestriel,
- calculer un BFR normatif à partir de délais de règlement normatifs.

Il convient de noter que, dans l'application de la méthode des comparables, ce type d'information ne sera, en général, pas forcément disponible.

1.6.4 Modalités de financement du BFR

En cas de financement de la société par affacturage (factoring ou reverse factoring) ou titrisation, il convient, après analyse, de réintégrer les créances cédées en augmentant le BFR et donc la dette nette.

Ce retraitement permet une meilleure compréhension de la réalité de la structure financière de la société et de son cycle d'exploitation ainsi qu'une meilleure comparabilité avec les sociétés du secteur.

1.7 Financement des investissements

Les investissements réalisés par les entreprises peuvent être financés de diverses façons :

- par les ressources propres de la société (autofinancement) ;
- par augmentation de capital ;
- ou encore par recours à l'endettement.

Lorsque la situation financière de la société est saine, que la société projette des investissements stables et réguliers, que l'analyse des fondamentaux du Business Plan (marges, rentabilité) paraît cohérente, notamment au regard des investissements passés et futurs, il n'y a pas de raisons particulières de procéder à un examen approfondi des conditions de financement de ces investissements.

C'est l'analyse approfondie du Business Plan et des hypothèses opérationnelles sous-jacentes qui permet à l'expert indépendant de se prononcer sur le caractère raisonnable ou non des hypothèses opérationnelles (marges, volume, prix) et sur la cohérence de l'évolution de la société au cours du Business Plan par rapport aux investissements.

Lorsque l'expert indépendant retient l'approche DCF, une analyse séparée des conditions de financement des investissements semble superfétatoire et il n'est pas dans le rôle de l'expert indépendant de se substituer au banquier ou à l'investisseur en réalisant une analyse crédit de la société.

Toutefois, dans des cas particuliers d'investissements très significatifs entraînant un doute sur la capacité de la société à obtenir un financement, l'expert indépendant peut demander des informations complémentaires à la société qui lui permettraient de revoir ou d'apprécier la faisabilité du plan de financement envisagé.

2. Conséquences pour l'Expert Indépendant

2.1 Durée de prévision explicite

2.1.1 Durée explicite

Dans la méthode DCF, la valeur d'entreprise est calculée en distinguant deux voire trois périodes :

- Une **première période** pendant laquelle le Business Plan est modélisé en utilisant des **hypothèses détaillées** (« la période de prévision explicite »).
- Il s'agit le plus souvent du Business Plan établi et validé par la direction, sauf à ce que l'Expert indépendant ait estimé que celui-ci n'était pas réaliste et qu'il n'ait pas obtenu qu'il soit modifié par la direction (recommandation AMF n°2006-15 du 10 février 2020).
- Une **seconde période**, pendant laquelle la société étant considérée comme mature et ses paramètres financiers comme stables (croissance du chiffre d'affaires, taux de marge, intensité capitalistique), la valeur actuelle à l'infini de ses flux de trésorerie peut être calculée par une **simple extrapolation** (cf. paragraphe 2.3) pour calculer la valeur terminale.

Parfois, entre ces deux périodes, une **période de transition** pendant laquelle les paramètres financiers constatés à la fin de la première période **convergent** vers ceux qui sont extrapolés à l'infini.

Les diligences réalisées par l'Expert indépendant peuvent lui permettre :

- d'apprécier si les paramètres financiers de la société à la fin du Business Plan qui lui a été remis sont soutenables à long terme et peuvent donc être extrapolés pour calculer la valeur terminale ;
- dans la négative, d'apprécier comment allonger la période de prévision explicite pour obtenir des paramètres financiers soutenables à long terme.

En revanche, vouloir diminuer le poids de la valeur terminale dans la valeur d'entreprise ne constitue pas nécessairement une bonne raison pour allonger la durée de la période de prévision explicite :

- D'une part, un poids élevé de la valeur terminale dans la valeur d'entreprise peut être la conséquence naturelle de la situation de maturité dans laquelle se situe une entreprise (justifiant un horizon de prévision explicite court), d'une période de prévision explicite au cours de laquelle le financement de la croissance anticipée réduit fortement les flux disponibles pour les apporteurs de capitaux avant que celle-ci ne se stabilise à long terme, ce qui sera principalement pris en compte dans la valeur terminale, de la difficulté à construire des prévisions explicites très détaillées au-delà de quelques années compte tenu du manque de visibilité dans de nombreux secteurs...
- D'autre part, c'est fondamentalement l'analyse de l'expert indépendant, qui le conduit à considérer qu'il n'est pas possible de modéliser la valorisation de la société au-delà de l'horizon de prévision explicite à partir d'un modèle intégrant des paramètres constants (en particulier le taux de croissance de l'activité et le taux de rendement des capitaux investis), qui doit l'amener à allonger l'horizon de provision explicite.

Les exemples ci-après illustrent les cas où la dernière année du Business Plan ne peut pas être extrapolée à long terme d'où un allongement de la durée de prévision explicite :

- La société exerce son activité dans un secteur cyclique et la dernière année du Business Plan ne correspond pas à une année moyenne du cycle.
 - ✓ Le Business Plan peut être prolongé pour permettre de faire converger le chiffre d'affaires et le taux de marge vers le niveau moyen du cycle.

- La société appartient à un secteur en forte croissance et la dernière année du Business Plan fait apparaître un taux de croissance du chiffre d'affaires supérieur à celui qui paraît atteignable à long terme.
 - ✓ Le Business Plan peut être prolongé pour permettre de faire converger progressivement le taux de croissance vers son niveau à long terme.
- La société aura achevé à la fin du Business Plan un cycle d'investissements (en recherche et développement, dans ses capacités de production...) de telle sorte que les investissements à réaliser dans les années suivantes ne sont pas représentatifs du montant normatif nécessaire pour supporter une croissance régulière de son chiffre d'affaires.
 - ✓ Le Business Plan devrait être prolongé jusqu'à ce que le montant des investissements à réaliser redevienne équivalent au montant nécessaire pour supporter une croissance régulière du chiffre d'affaires.
- La société appartient à un secteur où (i) le taux de rendement des capitaux investis est largement supérieur au coût du capital et (ii) la concurrence semble en mesure de faire reculer le taux de rendement des capitaux investis faute d'avantages concurrentiels et / ou de barrières à l'entrée suffisants.
 - ✓ Le Business Plan devrait être prolongé pour tenir compte d'une diminution progressive du taux de rendement des capitaux investis.

2.1.2 Rentabilité des capitaux investis

La rentabilité des capitaux employés (ROCE, voir paragraphe 1.4), mesurée comme étant le rapport (i) du résultat d'exploitation après impôt normatif et (ii) des capitaux employés [actifs immobilisés d'exploitation + besoin en fonds de roulement], devrait-elle être égale au coût moyen pondéré du capital à la fin de la durée de prévision explicite ?

Pas nécessairement pour les raisons suivantes :

- La « prudence comptable » peut conduire à ce que le montant des capitaux employés mesuré comptablement sous-estime le montant des capitaux employés réellement mis en œuvre. Par exemple :
 - ✓ les coûts de création et de développement des marques sont inscrits en charge et ne sont pas activés au bilan ;
 - ✓ les frais de recherche ne sont pas non plus activés au bilan.

L'existence d'un écart entre le taux de rendement des capitaux employés et le coût du capital à la fin de la durée de prévision explicite peut n'être que la conséquence de ce « conservatisme comptable ».

- La société peut disposer d'avantages concurrentiels durables et éventuellement évoluer dans un secteur où il existe des barrières à l'entrée. Le choix de l'expert indépendant de prolonger, ou non, la durée de prévision pour aboutir à une convergence entre la rentabilité des capitaux investis et le coût du capital repose sur :
 - ✓ l'identification ou l'absence d'identification de barrières à l'entrée dans le secteur d'activité de la société (analyse des forces de Porter : nouveaux entrants, produits de substitution, pouvoir de négociation des clients et des fournisseurs) ;
 - ✓ l'identification de la nature des avantages concurrentiels durables : capacité à maintenir des coûts de production inférieurs à la concurrence ou à obtenir une prime de prix sur ses produits ;
 - ✓ l'identification de la source des avantages concurrentiels durables : actifs incorporels, effets d'échelle, coût de changement du fournisseur, effets de réseau notamment dans le domaine de l'Internet.

2.2 Prise en compte des risques

2.2.1 Les deux types de risques du Business Plan

L'analyse du Business Plan par l'expert indépendant participe à l'identification des **risques spécifiques** et **systematiques** auxquels la société peut être confrontée.

On distingue en général, deux types de risques :

- Les **risques spécifiques** correspondant à l'ensemble des risques propres à une entreprise et qui ne sont pas susceptibles d'affecter simultanément l'ensemble des entreprises (effets de la concurrence, évolution du portefeuille de produits, conséquences d'un dysfonctionnement d'un produit, impact d'un incendie, départs d'hommes clés).
- Les **risques systematiques** correspondant aux risques liés à l'évolution de la conjoncture économique (impact de la politique monétaire d'une banque centrale ou fiscale d'un Etat, évolution des taux de change...).

2.2.2 La prise en compte des risques spécifiques

Les risques spécifiques sont théoriquement pris en compte dans le Business Plan de référence. Ce dernier devrait représenter **l'espérance mathématique des différents plans d'affaires envisageables** en cas de matérialisation des opportunités et des menaces identifiées.

Ce Business Plan doit être construit et validé par la direction de la société. Si au terme de ses diligences, l'expert indépendant estime que le Business Plan qui lui a été transmis ne correspond pas à un Business Plan moyen et ne prend pas en compte de manière satisfaisante les risques spécifiques (mais également les opportunités) qu'il a identifiés, il peut dans l'ordre suivant :

- 1/ privilégier le fait de **demander à la direction de modifier le Business Plan** qui lui a été transmis en fonction des conclusions de ses diligences ;
- 2/ faute d'obtenir un Business Plan amendé, **réaliser lui-même les modifications** qu'il estime nécessaires (taux de croissance, taux de marge, niveau des investissements, niveau du BFR par année ou pour l'ensemble des années) ;
- 3/ devant la difficulté à modifier lui-même le Business Plan, tenir compte d'une **prime de risque spécifique** à intégrer au taux d'actualisation.

Dans les cas 2/ et 3/, dans son rapport, l'expert indépendant indique l'impact des modifications qu'il aura introduites ou de la prise en compte d'une prime de risque spécifique sur la valeur des fonds propres.

L'Expert indépendant doit veiller à ne pas prendre en compte les risques à la fois dans le Business Plan et dans le taux.

Afin d'illustrer l'impact que la matérialisation de différents risques spécifiques est susceptible d'avoir sur le Business Plan fourni par la société ou modifié par l'Expert indépendant, on peut réaliser plusieurs scénarios (scénario haut, de base, bas), voire adopter une approche probabiliste à partir de simulations Monte Carlo. Dans ce dernier cas, il ne faut pas minimiser la difficulté de se faire une opinion sur la ou les lois suivies (loi triangulaire, loi normale...) par les « value driver » pris en compte mais également les différents moments (moyenne, écart-type) de ces lois.

2.2.3 La prise en compte des risques systématiques

Les risques systématiques auxquels est exposée une société sont pris en compte dans le taux d'actualisation au travers du **coefficient bêta** qui mesure l'exposition d'un titre aux évolutions du marché.

La fiabilité des coefficients bêta est cependant souvent limitée car :

- ils peuvent varier fortement selon la durée (2 ans et plus) ou la fréquence (hebdomadaire, mensuelle) des données prises en compte ;
- leur erreur standard est élevée quelle que soit la manière dont ils sont calculés ;
- ils reflètent le portefeuille d'activités et le levier financier sur la période où ils sont calculés et non au moment où ils sont mesurés ;
- leur pertinence dépend de la qualité de l'échantillon constitué.

L'analyse du Business Plan offre une méthode alternative pour apprécier, de manière qualitative, l'exposition d'une société aux risques systématiques. Economiquement, le bêta d'une société sera d'autant plus faible que ses cash-flows seront peu sensibles aux fluctuations de l'activité économique. Dès lors :

- une société dont le volume d'activité est peu (très sensible) à la conjoncture économique devrait avoir un bêta d'actif faible (élevé) ;
- une société dont le levier opérationnel (c'est-à-dire le rapport entre les coûts fixes et l'ensemble de ses coûts) est faible (élevé) devrait avoir un bêta d'actif faible (élevé).

2.3 Flux normatif

2.3.1 Flux normatif et valeur terminale

Remarque liminaire

L'exercice « classique » d'élaboration d'un Business Plan n'exige pas de déterminer un flux normatif et de calculer une valeur terminale. La construction d'un flux normatif et le calcul d'une valeur terminale ne sont nécessaires que dans la perspective de l'évaluation d'une société (entreprise, projet, etc.) d'après ses flux de trésorerie futurs (méthode DCF).

Eu égard à l'importance potentiellement significative de la valeur terminale dans la valorisation totale, il convient d'apporter une attention particulière au contrôle de la construction du flux normatif, à la compréhension des hypothèses qui le sous-tendent et à l'analyse de sa cohérence avec les hypothèses, endogènes et exogènes, de construction du BP.

Flux normatif et valeur terminale se justifient à l'horizon du Business Plan lorsque l'activité atteint un rythme de croisière, c'est-à-dire lorsque le taux de croissance de l'activité et le taux de rendement des capitaux investis peut être considéré comme constant (cf. paragraphe 2.1).

Définitions théoriques

Flux normatif

- C'est l'un des déterminants de la valeur terminale dans une valorisation par actualisation des flux de trésorerie disponibles. Ce flux est censé être cohérent avec le passé et les fondamentaux de la société tels qu'analysés lors de la revue du Business Plan et tient compte notamment de la croissance et la rentabilité à long terme du secteur, de l'investissement nécessaire pour délivrer le chiffre d'affaires prévu et de la variation du BFR induite. Il peut ne pas être identique au dernier flux du Business Plan compte tenu de l'effet de la normalisation de la croissance sur l'investissement brut et la variation de BFR ou dans les secteurs cycliques pour refléter une situation de milieu de cycle.

Valeur terminale

- La valeur terminale est l'une des deux composantes de la valeur d'une entreprise calculée par la méthode DCF. La valeur de la société est en effet égale à la somme de la valeur actuelle des flux de trésorerie disponibles (après impôt) sur l'horizon explicite du plan d'affaires et de la valeur terminale de la société retenue à la fin de cet horizon. Elle est délicate à estimer car elle se situe à un horizon où il n'existe plus de prévisions fiables. Elle est généralement déterminée par extrapolation à l'infini du flux dit « normatif » (selon la formule de Gordon- Shapiro) ou par application d'un multiple de sortie qui reflète une vision long-terme de l'activité et de la place de la société dans son secteur (il sera en revanche, la plupart du temps, erroné de retenir un multiple de sortie correspondant à celui observé à la date d'évaluation car un multiple baisse inexorablement au fur et à mesure où une société épuise les opportunités de croissance dont elle dispose, au-delà de son taux de croissance soutenable à long terme).

2.3.2 Revue de la cohérence du flux normatif

Le flux normatif est un flux disponible (« free cash-flow »), considéré comme normalisé, généré par l'activité de la société à évaluer, à la date correspondant à l'horizon explicite du Business Plan.

Afin de déterminer ce flux, il convient de comprendre et de « challenger » les hypothèses de construction de ce flux. Cette étape cruciale de compréhension et d'analyse critique mérite d'y consacrer une attention particulière. Il n'existe pas de formule de calcul à appliquer en la matière : le flux normatif est apprécié au cas par cas.

La cohérence n'implique pas que le flux normatif corresponde au dernier flux de l'horizon explicite du BP ou à une moyenne calculée sur tout ou partie de la période de référence : le jugement est nécessaire en fonction des caractéristiques des flux d'activité, dans l'environnement de la société évaluée.

Les hypothèses retenues en amont de la construction du flux normatif sont à analyser au regard de (cf. paragraphe 2.1) :

- la cohérence avec les hypothèses retenues sur l'horizon explicite de BP ;
- la cohérence globale avec la vision à long terme de la société / du projet.

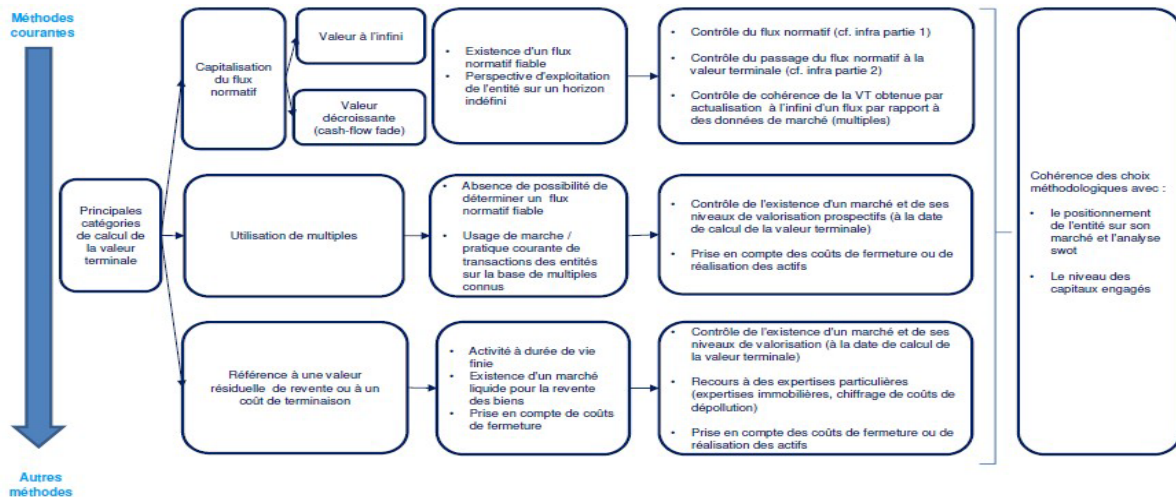
Une analyse de la cohérence du niveau d'investissement récurrent retenu au regard des perspectives de développement peut être utile. A cet égard, on ne peut pas considérer que parce que le taux de croissance retenu à long terme serait égal au taux d'inflation anticipé que le montant de l'investissement net serait nul.

2.4 Valeur Terminale

2.4.1 Principales méthodologies de calcul de la valeur terminale

Détermination de la valeur terminale

La valeur terminale peut être approchée en utilisant des techniques différentes fondées sur la capitalisation d'un flux normatif, l'application de multiples d'agrégats observés sur le marché ou en retenant une valeur résiduelle :



2.4.2 Calcul de la valeur terminale à partir du flux normatif

Formule de capitalisation à l'infini à partir du flux normatif

En retenant une valeur terminale fondée sur un flux de trésorerie normatif que l'on considère comme devant croître à l'infini, ce flux fini, croissant à l'infini, donne une valeur finie par le jeu de l'actualisation :

$$\text{Valeur Terminale} = \frac{\text{Flux normatif} \times (1 + g)^t}{(t - g)}$$

Le diagramme illustre la formule ci-dessus avec des annotations : 'Taux de croissance à l'infini' (g) est lié au 'g' dans le numérateur et le dénominateur, et 'WACC' (t) est lié au 't' dans le numérateur.

Dans le cadre du calcul de la valeur terminale par rapport au flux normatif, l'application de la formule requiert de prendre une hypothèse de taux de croissance à l'infini : g. Ce taux vient à la fois majorer le numérateur et minorer le dénominateur de la formule ; il revêt un caractère fondamental dans la détermination de la valeur d'entreprise (VE).

Taux de croissance à l'infini

Le taux de croissance à l'infini reflète l'augmentation (ou la diminution, en cas de taux négatif) annuelle récurrente du flux normatif à l'infini. Le taux de croissance à l'infini est un taux de croissance des flux et non de l'activité (ou du CA). Toutefois, comme il est souvent fait l'hypothèse implicite que le taux de marge et la structure capitalistique demeurent constantes, ces deux taux de croissance (du CA et des flux) s'avèrent identiques.

Il convient notamment de vérifier que :

- l'inflation propre au secteur est appréhendée dans le calcul du taux ;
- un taux de 2 %, qui s'inscrit dans un environnement économique dont l'inflation s'élève en moyenne à 2%, signifie en réalité qu'il n'y a pas de croissance nette dans le secteur ;
- le taux de croissance utilisé est cohérent avec :
 - ✓ ceux utilisés par l'entreprise elle-même et les entreprises cotées comparables, dans leurs tests de dépréciation ;
 - ✓ les hypothèses du BP : croissance et maturité du marché notamment.

Recoupement entre la valeur terminale et les multiples de marché

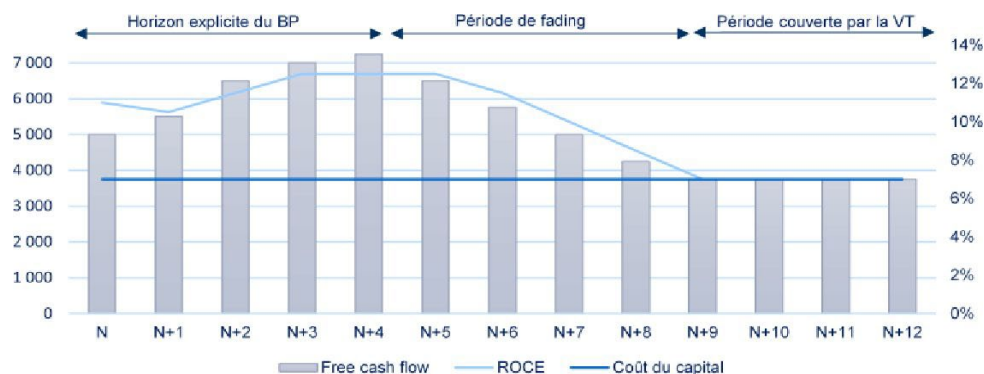
La capitalisation à l'infini du flux normatif est assimilable à la valeur d'entreprise attendue à la fin de l'horizon explicite de BP. Elle représente n fois le résultat d'exploitation / EBITDA (ou tout autre agrégat jugé pertinent par l'évaluateur) attendu en fin de BP. Ce facteur peut être rapproché aux multiples, actuels et prospectifs, de sociétés comparables cotées.

2.4.3 Autres méthodes de calcul de la valeur terminale

Rente décroissante (« Cash-flow fade »)

L'Expert indépendant apprécie le fait que ce modèle « cash-flow fade » ne devrait pas conduire à minorer la valeur de façon artificielle, en particulier parce qu'il ne tient pas compte de l'absence d'inscription au bilan de certains actifs incorporels (cf. paragraphe 2.1.2).

Le modèle « Cash-flow fade », dit « de la rente décroissante », est un calcul de la valeur terminale par actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF). On définit ainsi un horizon durant lequel la rentabilité économique de la société se dégrade (soit par le fait de la baisse des marges, soit par le fait de la baisse de la rotation de l'actif économique) jusqu'à devenir éventuellement égale au coût moyen pondéré du capital. Au terme de cet horizon, la valeur terminale est égale au montant comptable de l'actif économique :



Le modèle de « *cash-flow fade* » est un cas particulier du modèle « classique » d'actualisation à l'infini du flux normatif, où il n'est pas considéré une croissance à l'infini du flux normatif mais une dégradation de ce flux sur un horizon déterminé.

L'effet de marche avant la « période de *fading* » constitue une hypothèse forte de la modélisation dont il convient d'apprécier la pertinence et la cohérence au regard des hypothèses du BP et de l'environnement de la société.

Il convient cependant de garder à l'esprit que si la valeur d'entreprise n'augmente plus en raison de la croissance des capitaux employés au-delà de la période de « *fading* », cela est une conséquence arithmétique de l'égalisation de la rentabilité économique avec le WACC. Cependant, cette croissance des capitaux

employés pourrait avoir une valeur pour un investisseur dont le WACC serait inférieur à celui retenu pour actualiser les cash-flows du BP.

Multiples

La valeur terminale peut être appréhendée selon la méthode des multiples de sociétés ou de transactions comparables. Elle consiste à appliquer, sur le ou les agrégats financiers de référence normatifs, des multiples de marché de sociétés comparables.

L'horizon explicite du BP est très souvent postérieur aux dernières estimations de multiples de marché qu'il est possible d'obtenir. Il convient donc d'être vigilant sur l'évolution des multiples prévisionnels de marché pour apprécier la pertinence du multiple retenu (cf. paragraphe 2.3.1).

Valeur résiduelle

Dans certains cas, il peut être judicieux d'appréhender la valeur terminale par la valeur résiduelle (ou de revente) de la société. Il existe plusieurs types de valeur de sortie explicite, parmi lesquelles la valeur à la casse et la valeur vénale sont les plus courantes :

Valeur « à la casse »

La valeur « à la casse » correspond au prix que l'on pourrait tirer d'un actif si ce dernier était cédé dans un contexte de non-continuité de l'activité. Cette valeur est souvent très éloignée de la valeur du marché dès lors qu'elle implique une décote pour obtenir des liquidités d'un actif en l'absence de marché.

Valeur vénale résiduelle

La valeur vénale résiduelle correspond au prix de cession des éléments significatifs composant le patrimoine, tel qu'il serait obtenu dans le cadre d'une négociation normale sur un marché actif.

En pratique, les valeurs vénales sont utilisées notamment pour des actifs immobiliers.

Pour autant, la mise en œuvre de ce type d'approche nécessite de s'assurer de la prise en compte des facteurs suivants :

- liquidité à terme des marchés sur lesquels seront réalisées les transactions ;
- évolution du niveau des prix à terme sur ces marchés ;
- prise en compte de coûts de transaction ;
- obligations de remise en état, risques environnementaux ;
- existence d'autres éléments du patrimoine et de passifs éventuels.

2.4.4 Actualisation de la valeur terminale

La valeur terminale est généralement déterminée à l'horizon du plan ou de la période d'extrapolation. Elle doit être actualisée pour être ramenée à une valeur d'aujourd'hui.

L'actualisation se fait en utilisant le coefficient d'actualisation de la dernière année du plan.

L'usage d'un taux d'actualisation différencié pour la seule valeur terminale ne se justifie pas du point de vue conceptuel dès lors que le taux d'actualisation reflète une appréciation globale du couple « risque/rendement attendu » à la date d'évaluation. En conséquence, une incertitude accrue sur la valeur terminale peut se traduire par l'intégration d'une prime de risque spécifique dans la détermination du taux d'actualisation applicable à l'ensemble des flux.

2.5 Test de sensibilité

2.5.1 Principes généraux

Proposition de définition

Dans le domaine de l'évaluation d'entreprise par la mise en œuvre d'une méthode intrinsèque basée sur un modèle financier de type DCF, l'analyse de sensibilité est une mesure de l'incertitude du modèle financier associé à la réalisation des hypothèses opérationnelles (endogènes ou exogènes) qui sous-tendent le Business Plan ou à la pertinence des paramètres techniques du modèle (taux de rentabilité exigé ou taux de croissance à long terme).

Modèle financier

Avant d'avoir recours à une analyse de sensibilité, l'Expert indépendant s'assure qu'il a construit un modèle financier à partir d'un Business Plan représentatif du scénario de base (« base case » cf. supra) lui permettant d'identifier les facteurs clés qui sont susceptibles de faire varier significativement la valeur.

Point d'attention

L'analyse de sensibilité n'a pas pour vocation de suppléer les carences d'un modèle financier ou d'un jeu d'hypothèses centrales qui ne serait pas jugé réaliste (Business Plan communiqué par la société considéré par l'Expert indépendant comme trop conservateur ou trop ambitieux par exemple).

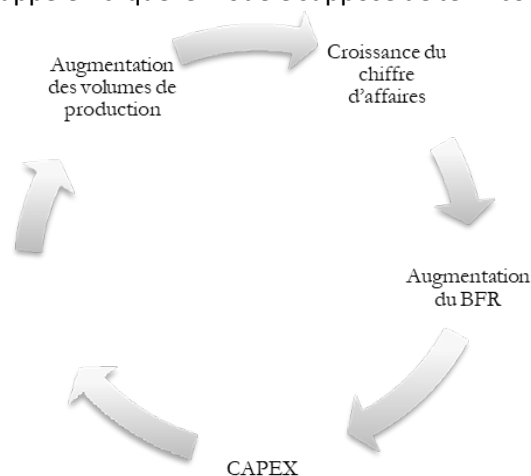
Recommandation n° 2006-15 AMF du 10 février 2020

Dans sa recommandation mise à jour le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, l'AMF préconise – s'agissant des principes à respecter dans le cadre de la mise en œuvre d'une approche intrinsèque – que l'expert « présente et commente systématiquement des tests de sensibilité portant sur les principaux paramètres de valorisation (taux d'actualisation, taux de croissance du flux terminal, hypothèse opérationnelles structurantes du plan d'affaires...) autour des hypothèses centrales. ».

2.5.2 Modèle financier

Construction du modèle financier

Sans revenir sur les modalités d'élaboration du Business Plan et l'analyse des différentes hypothèses sous-jacentes, il est utile de rappeler ici que le modèle suppose de tenir compte de l'interdépendance des données.



Le modèle financier devrait ainsi traduire de façon mécanique tout impact de l'évolution de l'activité sur l'actif économique de l'entreprise et ses résultats fiscalisés. A défaut, l'analyse de sensibilité sur les hypothèses opérationnelles est biaisée.

Tests de l'intégrité du modèle

Afin de tester l'intégrité du modèle, l'expert indépendant peut avoir recours à une analyse d'impact sur les principaux agrégats (et pas seulement sur la valeur obtenue) des changements d'hypothèses, en retenant par exemple un échantillon d'une dizaine de scénarios, afin de mesurer l'impact de la variabilité des hypothèses retenues sur les agrégats clés en observant l'évolution de certains ratios.

L'analyse peut permettre de mettre en évidence des variations ou invariabilités anormales et conduire, le cas échéant, à corriger le modèle en conséquence.

- Exemple :

	Variable 1	Variable 2	CA TCAM/5 ans	EBIT/CA N+1 N+5		BFR/CA N+1 N+5		Capex/CA N+1 N+5		Amort./Capex N+1 N+5		IS/EBIT N+1 N+5		ROCE N+1 N+5	
Scénario 1															
Scénario2															
Scénario3															
Scénario4															
Scénario 5															
Scénario6															
Scénario7															
Scénario8															
Scénario9															
Scénario 10															

2.5.3 Hypothèse opérationnelles et paramètres financiers

Constats

L'ESMA et l'AMF ont fait le constat à de nombreuses reprises que les tests de sensibilité présentés par les émetteurs dans leur information financière étaient le plus souvent limités au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini, notamment par crainte de dévoiler des informations sensibles qui pourraient être exploitées par leurs concurrents. Face à ce constat, l'AMF a invité les émetteurs à communiquer sur des éléments, ne serait-ce que qualitatifs, qui permettent de comprendre comment évoluent les hypothèses opérationnelles sur la durée du Business Plan. Il paraît important en particulier de donner des indications sur la trajectoire opérationnelle envisagée. » (Recommandation AMF n° 2012-16).

Or, l'expert indépendant est invité à présenter les résultats d'analyses de sensibilité sur les hypothèses opérationnelles structurantes du Business Plan et de la valeur d'entreprise induite, conformément à la recommandation AMF n° 2006-15 et, en particulier celles sujettes à une volatilité importante.

Les difficultés rencontrées liées en particulier à la communication de certaines informations sensibles ne sont pas propres à la mise en œuvre des analyses de sensibilité. De façon générale, la société peut être légitimement réticente à ce que soit communiquée dans le rapport de l'expert indépendant toute information opérationnelle sensible c'est-à-dire de la concurrence. Ces dernières peuvent être présentées en valeur relatives (écart de X points de parts de marché, Y points de marge, variation de Y%...) par rapport à l'hypothèse centrale, si cette dernière n'est pas explicitée.

Hypothèses opérationnelles

Lorsque des analyses de sensibilité sont présentées sur les hypothèses opérationnelles, elles font le plus souvent référence à des sensibilités à la croissance du chiffre d'affaires ou au taux de marge retenu. Or ces agrégats, s'ils constituent des indicateurs pertinents des tendances anticipées, sont généralement le résultat d'une combinaison de facteurs. Faire ressortir les éléments les plus instables ou les plus incertains de cette combinaison est plus approprié.

Exemple 1 : les variations de croissance attendue du marché de l'entreprise et de son taux de pénétration peuvent être plus pertinents que le taux de croissance du chiffre d'affaires sur l'horizon du Business Plan.

Exemple 2 : l'impact de la variation d'une devise sur le coût d'achat des matières premières ou le coût des investissements est plus évocateur que la variation du taux de marge ou du niveau de ROCE.

Exemples d'hypothèses opérationnelles clés susceptibles d'être retenues (liste indicative et non exhaustive) :

- évolution de la demande du marché, conclusion d'un nouveau contrat important, perte d'un gros client ;
- évolution des prix attendus ;
- évolution des parts de marché ;
- évolution du prix des matières premières ;
- impact d'un programme de réduction de coûts ;
- décalage des investissements ;
- évolution des taux de change ;
- évolutions réglementaires et fiscales (subventions, CIR, environnement, IS...).

2.5.4 Présentation des résultats et commentaires

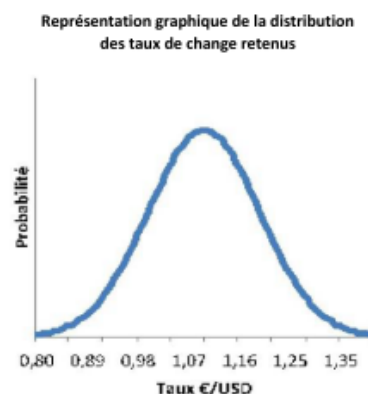
Fourchette des variables et des valeurs retenues

Afin de communiquer une information complète au marché, les résultats issus d'amplitudes de variations plus larges que celles estimées raisonnables peuvent être présentés. En revanche, il paraît opportun de circonscrire la fourchette de valeurs retenues sur la base des hypothèses estimées les plus probables.

S'agissant des pas de variation, ceux-ci devraient s'inférer de l'écartement raisonnable de la fourchette retenue.

Exemple : Variation du taux de change €/USD en prenant l'hypothèse d'une distribution suivant une loi normale en retenant une hypothèse centrale de 1,1€/USD et un écart type de 10% :

Fourchette		
Borne min	Borne max 1	Probabilité
0,00	0,80	0,15%
0,80	0,90	2,35%
0,90	1,00	13,50%
1,00	1,10	34,00%
1,10	1,20	34,00%
1,20	1,30	13,50%
1,30	1,40	2,35%
1,40	1,50	0,15%



On retiendra dans cet exemple que le taux de change pourrait varier dans une fourchette large de 0,80 €/USD à 1,40 €/USD et présenter les résultats obtenus sur cette base. La fourchette de valeurs retenues pourrait être réduite aux seules valeurs issues de l'hypothèse d'un taux de change compris entre 1,0 €/USD et de 1,20 €/USD (probabilité >78%).

Les pas retenus pourraient être les suivants : 0,9 ; 1 ; 1,1 ; 1,2 ; 1,3.

Résultats par action et commentaires

Les résultats des analyses de sensibilité peuvent être présentés sur la valeur d'entreprise et dans tous les cas le sont sur la valeur des fonds propres. Fournir ces résultats sur la valeur des fonds propres permet de fournir une information pertinente sur l'impact net de la prise en compte de l'endettement ou de la trésorerie :

EV	27	30	33
Variation EV	-10%		10%
Trésorerie	20	20	20
EQ	47	50	53
Variation EQ	-6%		6%
EV	27	30	33
Variation EV	-10%		10%
Endettement net	(20)	(20)	(20)
EQ	7	10	13
Variation EQ	-30%		30%



Il est rappelé que, lorsque le capital est composé de différentes catégories d'actions, chacune d'entre elles doit faire l'objet d'une évaluation en tenant compte des droits particuliers attachés aux différents titres. Dans un tel contexte, il est indispensable de mesurer la sensibilité de la valeur des fonds propres et de la valeur attribuable aux différentes catégories d'actions.

Enfin, il est judicieux d'accompagner ces résultats d'indications relatives à leur interprétation, en particulier lorsque le prix proposé se situe à proximité de la borne inférieure ou supérieure de la fourchette de valeurs retenue.

Dans tous les cas, il est souhaitable de fournir une information claire sur les hypothèses clés et l'incertitude qui leur est inhérente, justifiant la mise en œuvre de ces analyses de sensibilité.

Il convient de souligner que la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie s'appuie notamment sur des prévisions d'exploitation ; ces prévisions présentant, par nature, un caractère incertain, certaines hypothèses pourront ne pas se vérifier et des événements non anticipés pourront se produire. Des différences importantes pourront donc survenir entre les prévisions et les réalisations.

Annexe : Participants à la rédaction du chapitre

Le présent chapitre a été initialement établi, en 2017, dans le cadre d'un groupe de travail, présidé par Isabelle de Kerviler (cabinet Cailliau Dedout et Associés), composé des membres suivants :

- Eric Le Fichoux (Advisorem)
- Hugues de Noray (Advolis)
- Yannick Chancerelle (BDO)
- Pierre Béal (BM&A)
- Maxime Hazim (Crowe HAF)
- Enguerran de Crémiers (Duff & Phelps)
- Anne Nouquati (Didier Kling & Associés)
- Olivier Courau (Finexsi)
- Laurent Durieux (Kepler Chevreux)
- Teddy Guerineau (Sorgem Evaluation)

Il a fait l'objet d'une mise en jour, dans le cadre des travaux d'harmonisation des publications de l'APEI achevés en 2022 par un groupe de travail dont la composition est fournie en introduction, sur la base des propositions de deux rapporteurs, à savoir :

- Teddy Guerineau (Didier Kling Expertise & Conseil)
- Damien Potdevin (JPA International)

F. Comparables boursiers

Ce chapitre consacré à la méthode des comparables boursiers s'articule autour des parties suivantes :

- un état des lieux des normes et des recommandations existantes sur cette méthode ;
- une analyse de la portée de cette méthode ;
- le choix de l'échantillon et l'analyse des comparables boursiers ;
- le choix des multiples ;
- la mise en œuvre de cette méthode ;
- l'application d'une décote de taille et / ou d'illiquidité ;
- les résultats de la mise en œuvre de cette méthode et le recoupement avec les autres approches d'évaluation.

1. Etat des lieux sur la méthode des comparables boursiers

1.1 Introduction

A l'instar de la plupart des méthodes d'évaluation, la méthode des comparables boursiers n'est pas régie par une réglementation ou une norme spécifique, tant en ce qui concerne sa définition, ses principes sous-jacents ou les modalités de sa mise en œuvre.

Il n'existe pas, en effet, de corpus réglementaire ou normatif propre à cette méthode d'évaluation.

En revanche, différents organismes ont émis des recommandations relatives à la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers dont l'AMF⁵⁵ au niveau français et des associations professionnelles telles que l'IVSC⁵⁶, l'IPEV⁵⁷ et l'IASB⁵⁸ au travers des normes IFRS⁵⁹ au niveau international.

1.2 Recommandations AMF en France

En France, des recommandations existent telles que celles émises par l'AMF à la suite de la publication en 2005 du rapport Naulot intitulé « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées ».

A cet effet, la recommandation AMF n°2006-15 publiée en 2006 et mise à jour en 2020 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières réaffirme le principe de l'approche multicritères avec l'utilisation des « approches analogiques » notamment.

Cette recommandation indique par exemple que « *l'expert indépendant s'assure notamment, pour la méthode analogique :*

- *que les sociétés de l'échantillon sont suffisamment comparables en termes de risque, de rentabilité et de croissance,*
- *que les multiples tiennent compte des spécificités de l'entreprise et des comparables à évaluer,*
- *que l'échantillon des comparables boursiers est composé de sociétés dont les titres sont suffisamment liquides [...] ».*

1.3 Recommandations internationales

1.3.1 Recommandations IVSC

L'IVSC a pour objectif d'accroître la confiance du public dans les processus d'évaluation, en créant un cadre conceptuel pour des évaluateurs formés de façon appropriée et ayant un comportement éthique. Les normes internationales d'évaluation « IVS » (*International Valuation Standards*) sont des recommandations destinées à être utilisées dans le cadre de missions d'évaluation utilisant les concepts et principes généralement reconnus.

⁵⁵ Autorité des Marchés Financiers

⁵⁶ International Valuation Standards Committee

⁵⁷ International Private Equity Valuation

⁵⁸ International Accounting Standard Board.

⁵⁹ International Financial Reporting Standards.

Concernant la méthode des comparables boursiers, l'IVSC a émis récemment (« IVS 2017 ») un certain nombre de recommandations sur la pertinence du choix des sociétés comparables à sélectionner (âge/maturité de la société, industrie, *business model*, rentabilité, croissance historique et croissance attendue) et sur la fiabilité des données financières disponibles pour ces sociétés (comptes audités/non audités, référentiel comptable utilisé, etc.).

D'après ces recommandations, une analyse comparative qualitative et quantitative doit être réalisée avec l'ensemble des sociétés comparables, ainsi qu'une analyse du cours de bourse de chaque comparable afin de statuer sur la pertinence du cours de bourse utilisé.

L'IVSC indique en outre que des primes et décotes peuvent être utilisées pour tenir compte des différences entre la société à évaluer et les sociétés comparables sélectionnées. Ces primes et décotes peuvent permettre notamment d'intégrer dans l'évaluation l'incidence de la faible liquidité ou de l'absence de liquidité pour la société à évaluer par rapport aux sociétés comparables (*Discount for Lack of Marketability*, « DLOM »).

1.3.2 Recommandations IPEV

L'EVCA (« *European Private Equity & Venture Capital Association* ») a émis en 1993 un certain nombre des recommandations générales (mises à jour en 2001 et plutôt destinées à la communauté du capital investissement) concernant les pratiques d'évaluation, en mettant à l'honneur principalement deux méthodes de valorisation.

La première approche, dite approche conservatrice (« *Conservative Value* »), consistait à valoriser les investissements à leur coût historique. La seconde approche, dite approche de « valeur de marché » (« *Fair Market Value* »), était préconisée lorsque la valorisation d'une société pouvait être réalisée par comparaison de multiples entre des sociétés opérant dans un même secteur.

En 2005, l'*International Private Equity and Venture Capital (IPEV)* a publié les « *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines* » en généralisant l'usage de la « juste valeur » (« *Fair Value* ») au sein de la communauté du capital investissement. La dernière mise à jour de cette publication date de décembre 2022.

Les recommandations IPEV ont été adoptées à leur publication par de nombreuses associations professionnelles du capital investissement. Elles visent à promouvoir les meilleures pratiques et à harmoniser progressivement les méthodes de valorisation au niveau mondial. Même si les recommandations IPEV ne sont pas contraignantes, elles font office de référence auprès d'une grande majorité des investisseurs et sont reconnues compatibles avec la plupart des normes comptables internationales, notamment les IFRS⁶⁰ et les US GAAP⁶¹. De nombreuses sociétés de gestion y font référence au sein d'un document présentant la politique de valorisation interne.

Le guide IPEV indique que le choix (multiple de chiffres d'affaires, d'EBITDA, d'EBIT ou de résultat net par exemple) doit être opéré en fonction de la taille, de l'âge/la maturité, de l'industrie, de la localisation géographique, du profil de risque et des perspectives de croissance de la société.

Le guide IPEV indique notamment que pour les sociétés qui ont des revenus nets stables dans le temps, il peut être approprié d'utiliser des multiples de résultat (EBITDA, EBIT, résultat net). Pour les entreprises qui viennent de s'établir mais qui n'ont pas atteint une rentabilité suffisante ou encore pour des sociétés subissant des pertes, ces multiples ne sont pas pertinents et, dès lors, un multiple de chiffre d'affaires (CA) peut être retenu.

⁶⁰ International Financial Reporting Standards.

⁶¹ United States Generally Accepted Accounting Principles

Le guide IPEV indique par ailleurs que l'utilisation de multiples de résultat net (P/E) nécessite que les sociétés comparées aient une structure financière similaire.

1.3.3 Normes IFRS

La norme IFRS 13⁶² sur l'introduction de la « Juste Valeur » (« *Fair Value* ») en 2011 a eu un impact important au sein de la communauté des évaluateurs.

La norme indique que « *la Juste Valeur est le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif dans une transaction ordonnée sur le marché principal (ou le plus avantageux) à la date d'évaluation selon les conditions courantes du marché (i.e. un prix de sortie), que ce prix soit directement observable ou estimé en utilisant une autre technique d'évaluation.* »

La norme IFRS 13 ne recommande pas l'utilisation de méthodes de valorisation en particulier, mais indique que « *l'entité doit utiliser des techniques d'évaluation qui sont appropriées aux circonstances et pour lesquelles il existe des données d'entrée suffisantes pour évaluer la juste valeur, maximisant l'utilisation de données d'entrée observables (approche de marché) qui sont pertinentes et minimisant l'utilisation de données d'entrée non observables* ».

Cette hiérarchie place au plus haut niveau les prix cotés (non ajustés) sur des marchés actifs pour des actifs ou des passifs identiques (données d'entrée de niveau 1), et au niveau le plus bas les données d'entrée non observables (données d'entrée de niveau 3).

La norme IFRS 13 présente la méthode des comparables comme une « *technique d'évaluation qui se fonde sur les prix et d'autres informations pertinentes générées par des transactions de marché sur des actifs, des passifs ou un groupe d'actifs et de passifs (par exemple une entreprise) identiques ou comparables (c'est-à-dire similaires)* ».

Par ailleurs, la fondation IFRS (« *IFRS Foundation* ») a publié en décembre 2012⁶³ des recommandations et des exemples d'utilisation (« *Illustrative examples to accompany IFRS 13 Fair Value Measurement* ») concernant notamment la méthode des comparables de marché (sociétés cotées et transactions comparables). Ces recommandations concernent notamment l'appréciation du degré de comparabilité entre le comparable retenu et l'actif à évaluer en termes de capacité à générer des cash flows, de croissance attendue et de profil de risque, pour éviter un trop grand nombre d'ajustements sur les multiples obtenus, et le soin à apporter au choix de l'agrégat comptable le plus pertinent pour le calcul du multiple. .

Ces recommandations invitent également à s'interroger sur l'éventuelle nécessité de procéder à des ajustements par exemple pour éliminer une prime de contrôle (« *Non-controlling interest discount* »), tenir compte de différences de liquidité (« *Discount for the lack of liquidity* »)⁶⁴, tenir compte de différences dans le profil de risque, la croissance attendue ou l'activité (produits, couverture géographique...), normaliser les performances ou tenir compte d'actifs hors exploitation.

2. Portée et limite de la méthode des comparables boursiers

2.1 Définition de la méthode des comparables boursiers

L'approche analogique d'évaluation par les comparables boursiers consiste à évaluer une société par comparaison avec des entreprises présentant des caractéristiques semblables et cotées sur un marché boursier permettant de connaître ainsi leur valeur.

⁶² *Fair Value Measurement* ou Évaluation de la juste valeur

⁶³ Mis à jour en février 2013.

⁶⁴ Cf. notamment document de la SFEV « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières – 2018 ».

Elle se fonde sur l'hypothèse que les cours de bourse sont réellement efficients au sens où ils tiennent compte de l'information disponible. La capitalisation boursière (valeur des fonds propres) des sociétés retenues sert de référence pour calculer les multiples induits pour les agrégats jugés pertinents (ceux-ci sont, selon leur nature, exprimés en fonction soit de la valeur d'entreprise soit de la valeur des fonds propres). Ces multiples sont ensuite appliqués aux données de l'entreprise à évaluer.

Les multiples peuvent être liés au compte de résultat (multiple de chiffre d'affaires, d'EBITDA et/ou de résultat net) ou au bilan (multiple de fonds propres) ou bien encore, plus rarement, liés à des indicateurs sectoriels (nombre de mètres carrés dans l'hôtellerie, puissance électrique dans l'énergie, nombre de lits dans les maisons de retraite, etc.).

Un comparable boursier est une société cotée dont les caractéristiques en termes d'activité, de marché, et de taille (et ainsi in fine les perspectives en termes de croissance de l'activité et de rendement des capitaux investis ainsi que le risque systématique supporté) sont estimés comparables à la société objet de l'évaluation, et dont le cours de bourse est jugé significatif après analyse, en particulier, de son flottant, de sa liquidité et de son suivi par les analyses financiers.

2.2 Limites de la méthode des comparables boursiers

La construction d'un échantillon de comparables boursiers est un exercice complexe et laissant la place au jugement, une société n'étant jamais comparable en tous points à une autre.

2.2.1 Limites portant sur les sociétés comparables

Parfois, la société à évaluer se trouve sur un marché de niche sur lequel il n'existe pas de sociétés comparables pertinentes. Ou bien, pour de jeunes sociétés venant de se lancer sur un marché donné, il est difficile de les comparer avec les acteurs traditionnels de ce marché qui peuvent être beaucoup plus matures et d'une taille plus conséquente. En outre, sur un marché donné, lorsqu'il existe des sociétés de même taille et de même maturité, il est possible qu'elles n'aient pas la même rentabilité ni la même structure de financement, ce qui pose des limites à leur comparabilité.

Dans le cas où il n'existe pas de comparables sur le même marché que la société à évaluer, des comparables peuvent être identifiés sur des marchés connexes ; dans ce cas, il est possible que les différences de marché en termes de réglementation, de compétitivité, de débouchés ou encore de fiscalité aient des impacts importants sur la rentabilité et les perspectives de croissance entre les sociétés, ce qui pose là encore des limites à leur comparabilité.

Enfin, cette méthode se fonde sur des agrégats tels que l'EBITDA qui sont parfois calculés de façon non homogène au sein de l'échantillon de sociétés qui a été constitué, ce qui peut introduire des biais de comparabilité. L'EBITDA est en effet un agrégat financier qui n'est pas défini par aucun référentiel comptable et on observe souvent des différences importantes dans la formation de cet agrégat d'une société à l'autre. La difficulté d'utilisation de l'agrégat d'EBITDA a été accrue par l'introduction de la norme IFRS 16 (cf. paragraphe 3.1.3).

D'autres distorsions concernant les problématiques comptables peuvent également limiter la comparabilité entre sociétés (activation des charges en immobilisations, amortissement ou dépréciation des écarts d'acquisition, etc.).

2.2.2 Limites portant sur le cours de bourse des sociétés comparables

Pour que la capitalisation boursière des sociétés comparables puisse être prise en compte dans les ratios de multiples (au numérateur), il est nécessaire que le cours de bourse puisse être considéré comme efficient et représentatif de leur valorisation.

Or, chaque entreprise peut avoir fait face à un événement extraordinaire récent (perte d'un marché important, changement de direction, mauvaise communication, perte soudaine de la confiance des investisseurs) avec des conséquences parfois importantes sur le cours de bourse pouvant provoquer une forte volatilité, ce qu'il conviendra d'analyser afin de retenir ou d'écarter un comparable sur la base du manque de pertinence de son cours de bourse.

Il existe également des cas où la société cotée comparable est de petite taille et la rotation du flottant n'est pas suffisante pour que son titre puisse être considéré comme liquide. Il en va de même pour des sociétés de taille plus conséquente dont le titre est sujet à des limites à l'arbitrage, qui peuvent résulter notamment du fait que le flottant ne constitue qu'une partie réduite du capital réduisant la liquidité du titre.

Enfin, il n'est pas rare que des sociétés de petite taille ou de taille moyenne ne soient pas suivies par un panel étendu d'analyses financiers, ce qui suscite également des interrogations quant à la pertinence de les prendre en compte dans un panel de comparables.

3. Choix de l'échantillon et analyse des comparables boursiers

3.1 Approche méthodologique

3.1.1 Identification d'un premier échantillon provisoire à partir des critères de tri des bases de données en retenant des indicateurs clefs

L'élaboration de l'échantillon des sociétés comparables représente l'élément critique de la mise en œuvre de la méthode, car plus l'échantillon sera représentatif de la société à évaluer plus la méthode sera précise et les résultats obtenus pertinents.

L'échantillon est constitué en plusieurs étapes au cours desquelles l'analyse par le professionnel permet d'affiner le degré de comparaison.

Dans un premier temps, l'Expert indépendant constitue un échantillon provisoire à partir de bases de données financières et boursières selon des critères qu'il a identifiés lors de son analyse de la société à évaluer ; il s'agit en particulier du secteur d'activité, de la zone de présence géographique, de la taille ; d'autres critères peuvent être pris en compte en fonction des caractéristiques de la société à évaluer pour limiter le nombre de comparables ressortant de ce premier tri.

Dans un second temps, le professionnel va analyser le degré de comparabilité des éléments de l'échantillon avec la société à évaluer.

3.1.2 Analyse de l'échantillon provisoire afin de circonscrire un échantillon pertinent

Les sociétés constituant l'échantillon provisoire font l'objet de travaux d'analyse sur la base de l'information publique disponible pour chacune d'entre elles (informations réglementées, rapports annuels, communications financières, articles de presse...).

Cette analyse s'appuie sur la connaissance des caractéristiques de la société à évaluer à partir desquelles l'Expert indépendant apprécie le caractère comparable. Elle doit être la plus approfondie possible et requiert un esprit critique de la part du professionnel, car elle conduira in fine à la détermination de l'échantillon pertinent qui servira de base à la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers. Les résultats des travaux d'évaluation et la pertinence des résultats obtenus dépendent de la qualité de l'analyse qui a été effectuée pour circonscrire cet échantillon pertinent.

3.2 Construction d'un échantillon provisoire

3.2.1 Identification des facteurs clefs de sélection

3.2.1.1 Périmètre géographique/secteur d'activité pertinent en fonction des caractéristiques de la société à évaluer

Le secteur d'activité est un critère de sélection déterminant compte tenu des particularités propres à chaque activité. Au-delà des secteurs spécifiques tels que le secteur financier (banques et assurances notamment) et le secteur immobilier qui conduiront à privilégier des multiples sectoriels spécifiques (cf. § 3.1.4), chaque secteur possède ses propres caractéristiques en termes de (i) perspectives de croissance en fonction du degré de la maturité du marché et de l'environnement concurrentiel, (ii) niveau de rentabilité opérationnelle en fonction des conditions d'exploitation, (iii) intensité capitalistique, (iv) politique de financement reflétée dans les données financières.

En sus de ces spécificités sectorielles, il convient de tenir compte des différences pouvant exister entre les zones géographiques en termes de maturité du marché, d'environnement concurrentiel, de particularités locales, de réglementation nationale et de données macroéconomiques telles que l'évolution du PNB ou le taux d'inflation.

Il convient en conséquence de veiller à la comparabilité des agrégats des sociétés identifiées et d'éliminer les facteurs susceptibles de fausser l'analyse.

3.2.1.2 Taille des comparables par référence à celle de la société à évaluer

La notion de taille des sociétés (exprimée par exemple par le montant du chiffre d'affaires ou de la capitalisation boursière) revêt également une importance dans la construction de l'échantillon de comparables, car il s'agit d'un facteur pouvant fausser la comparaison. La taille peut avoir une incidence non seulement sur les agrégats, notamment la rentabilité opérationnelle (structure de coûts moins favorable), mais également sur l'appréciation du cours de bourse, suivant le postulat qu'un risque accru et une exigence de rendement supplémentaire est attaché aux entreprises de petite taille.

La notion de taille peut également avoir une incidence sur la pertinence du cours compte tenu d'une présomption de moindre liquidité et plus largement de limites à l'arbitrage et de moindre suivi du titre (cf. § 2.2.1.3). Une faible taille traduit souvent un manque de diversification et ainsi une plus grande exposition aux évolutions de la conjoncture ; elle s'accompagne également d'une plus forte concentration des pouvoirs de direction.

En pratique, il convient de retenir un échantillon de sociétés de taille équivalente et, à défaut, si l'échantillon ne peut être constitué que de sociétés de tailles différentes, apporter les éventuels retraitements que cela impliquerait.

3.2.1.3 Suivi régulier par un panel d'analystes et données prévisionnelles disponibles

La méthode des comparables boursiers suppose que le cours de bourse soit considéré comme pertinent et constitue une référence de valeur de la société cotée. Le suivi régulier par un panel d'analystes compte parmi les critères reconnus pour apprécier la pertinence du cours de bourse. Ce suivi justifie l'attractivité du titre de la société concernée avec une fréquence des transactions assurant tant la pertinence des prix y afférents que le cours en résultant.

Le cours de bourse traduit les anticipations par les acteurs de la valeur d'une société. Il s'appuie sur les performances futures attendues et doit être apprécié en fonction des données prévisionnelles, lesquelles ne sont disponibles que si la société fait l'objet d'un suivi régulier par des analystes financiers élaborant des prévisions en fonction de leur connaissance de la société et de leur appréciation du secteur dans lequel elle

intervient. Les bases de données financières et boursières sont alimentées avec des données prévisionnelles appelées « consensus de marché » découlant des prévisions des analystes en charge du suivi de la société (« consensus »).

La fréquence du suivi par un panel suffisamment important d'analystes est également nécessaire pour pouvoir disposer de données prévisionnelles pertinentes.

3.2.1.4 Informations publiques disponibles

L'analyse croisée de l'ensemble des informations disponibles permet au professionnel de mieux appréhender les sociétés identifiées comme comparables, et ainsi d'apprécier la pertinence de son choix pour élaborer l'échantillon.

L'information publique, accessible entre autres sur le site des sociétés concernées et sur celui de l'AMF, comprend les publications périodiques légales (document d'enregistrement universel annuel et rapport semestriel notamment), les restitutions des réunions de présentation des résultats ou d'autres réunions réservées aux investisseurs ainsi que les communiqués de presse.

Il convient toutefois de rappeler que dans certains cas cette information peut être limitée voire inexistante, ce qui *de facto* conduit le professionnel à exclure la ou les sociétés concernées.

3.2.1.5 Flottant et liquidité suffisants des titres des sociétés présumées comparables

Les deux autres critères usuellement retenus pour apprécier l'efficience du cours de bourse sont :

- le niveau du flottant, *i.e* les titres qui sont susceptibles d'être échangés en bourse, exprimé en pourcentage par rapport à la capitalisation boursière. Il correspond à la part de capital de la société détenue par le public et certains actionnaires identifiés (car ayant franchi un seuil de déclaration) mais qui sont susceptibles de céder tout ou partie de leurs titres dans le cadre d'une transaction de marché ;
- la liquidité appréciée à partir de la rotation du flottant, *i.e* le nombre de titres échangés exprimé en pourcentage du flottant sur une période définie.

Il peut être également pertinent de s'interroger sur l'ensemble des limites à l'arbitrage d'un titre (coûts de transaction reflété par le « bid & ask », possibilités de vente à découvert reflétées par la volatilité et le coût du prêt-emprunt d'un titre).

3.2.2 Etendue de l'échantillon

3.2.2.1 Nombre de références suffisant pour être pertinent

L'approche analogique fondée sur l'appréciation de la valeur d'une société en fonction de ses principales références sectorielles suppose que l'échantillon retenu soit représentatif du secteur concerné. La notion de représentativité dépend notamment du nombre de références obtenues mais surtout de la qualité de l'information disponible permettant de vérifier la bonne comparabilité en termes d'activité, de taille, de transactions, et de déterminer des multiples.

Ainsi, un échantillon composé de peu de sociétés au degré de comparabilité élevé peut être privilégié à un échantillon large de sociétés au degré de comparabilité limité.

Dans le cas où le nombre de références comparables est, toutefois, jugé insuffisant, le professionnel peut élargir ses critères de sélection. La pertinence des résultats obtenus sera à mettre en regard du fait que l'élargissement des critères peut alors se faire aux dépens de la précision requise pour garantir la fiabilité des résultats selon cette approche.

La mise en œuvre de la méthode s'appuie sur l'utilisation de ces multiples. Usuellement il est procédé au calcul du multiple moyen et du multiple médian de l'échantillon (voir paragraphe 2.3.5).

3.2.2.2 Dispersion des multiples obtenus en première approche

La dispersion des multiples obtenus nécessite de s'interroger sur ce constat. Elle requiert une analyse pour en identifier les causes et s'assurer de la pertinence des résultats. Le professionnel pourra être amené à ajuster l'échantillon provisoire après avoir analysé les données susceptibles de fausser les résultats.

3.3 Détermination de l'échantillon pertinent

3.3.1 Informations pouvant être utilement collectées par l'expert indépendant sur les comparables boursiers

Dans le cadre de ses travaux d'analyse devant lui permettre de constituer l'échantillon pertinent sur lequel sera construite l'approche analogique, le professionnel doit veiller à consulter toute information publique disponible susceptible de lui permettre de documenter son étude, d'avoir la connaissance la plus complète des sociétés retenues et de pouvoir justifier d'en avoir écarté d'autres (cf. § 2.4).

La liste, ci-après, est indicative. L'étendue des diligences menées sera appréciée par l'expert indépendant selon son jugement professionnel.

3.3.1.1 Historiques de cours et de dividendes

L'étude des données historiques des cours sur courte ou moyenne période permet d'apprécier le niveau du cours des sociétés identifiées à la date de l'évaluation et de relever pour certaines d'entre elles des situations « anormales » susceptibles de remettre en cause la pertinence du cours à cette date (cf. § 2.3.4).

Le niveau des dividendes et les dates de versement peuvent également avoir une incidence sur le cours de bourse.

Par ailleurs, des différences de politique de versement de dividendes d'une société à l'autre peuvent également expliquer des multiples de valorisation hétérogènes compte tenu de l'incidence de ce critère dans l'appréciation d'une société par les investisseurs.

Un comparable boursier présentant une politique de dividende atypique est susceptible d'être écarté de l'échantillon.

3.3.1.2 Dernier document d'enregistrement universel (ou équivalent : 10K aux États-Unis par exemple)

Le document d'enregistrement universel est une source d'informations très complète pour comprendre l'activité récente de la société, sa stratégie opérationnelle, les évolutions observées historiquement et ses caractéristiques en termes de positionnement sur ses marchés notamment.

Il est également utile pour identifier les éléments à prendre en compte dans le passage entre la capitalisation boursière (valeur des fonds propres) et la valeur d'entreprise sous-tendant le calcul des multiples.

3.3.1.3 Derniers communiqués de presse des comparables boursiers

L'évaluation étant réalisée à une date donnée, il convient de collecter toute l'information disponible à cette date pour les sociétés sélectionnées dans l'échantillon des comparables boursiers, et qui n'est pas nécessairement accessible dans le dernier document d'enregistrement universel. C'est ainsi que l'étude des communiqués les plus récents permet de compléter utilement la connaissance acquise préalablement d'une société, et de comprendre certaines évolutions récentes de son cours de bourse qui a pu être impacté positivement ou négativement par des annonces récentes.

3.3.1.4 Notes d'analystes disponibles

Il convient également de prendre connaissance des notes d'analystes disponibles, dont l'utilité pour l'analyse dépend de leur contenu (cf. § 4.1.1) qui peut être très variable.

Elles peuvent inclure des données prévisionnelles, dont l'examen nécessitera la vigilance du professionnel (cf. § 4.1.3), et dans le cas où la méthode des comparables boursiers a été utilisée par les analystes, un échantillon de sociétés du secteur.

Le professionnel pourra rapprocher son échantillon de celui proposé par l'analyste et analyser les différences ressortant de cette comparaison.

3.3.2 Identification des caractéristiques clefs et du « business model » de chaque comparable

La détermination de l'échantillon nécessite d'identifier les caractéristiques essentielles de chaque comparable afin de les apprécier au regard de celles de la société à évaluer.

3.3.2.1 Historique / gouvernance

La situation de la société à la date de l'évaluation résulte de choix qui ont été effectués au fil du temps par sa direction. La connaissance de l'historique permet de comprendre comment la société est parvenue à sa configuration actuelle et s'est positionnée sur son secteur d'activité de référence, ainsi que les dates clés des décisions stratégiques et le cas échéant de réorientation. Elle permet d'apprécier son positionnement sur son marché en fonction de l'antériorité et de la notoriété acquise.

La gouvernance comprise comme le mode et la qualité de direction de la société est également un facteur important car son dirigeant ou ses dirigeants au sens large sont les personnes qui l'incarnent dans ses relations avec les tiers. La personnalité du ou des dirigeants et les compétences reconnues sont également un facteur d'appréciation de la société. Des changements de direction préfigurent parfois un changement dans la stratégie ou des périodes de transition plus incertaines qui peuvent être différemment interprétées par les investisseurs et impacter ainsi le cours de bourse. Une gouvernance « équilibrée » permet également d'éviter une concentration des pouvoirs et les risques qui y sont associés.

Des perturbations de cours liées à la gouvernance peuvent conduire le professionnel à écarter de l'échantillon une société comparable.

3.3.2.2 Marchés, segments de marchés ou débouchés couverts

Une bonne connaissance des marchés ainsi que des débouchés commerciaux des sociétés identifiées est essentielle puisqu'il s'agit d'éléments qui conditionnent le niveau du chiffre d'affaires (et pour partie la rentabilité d'exploitation) ainsi que les perspectives de développement à court/moyen terme en fonction de l'évolution des besoins de la clientèle. Il convient de s'assurer du degré de comparabilité entre les sociétés identifiées afin de veiller à l'homogénéité de l'échantillon de comparables boursiers avec la société à évaluer.

3.3.2.3 Aspects réglementaires (régulations spécifiques, statut fiscal, environnement)

Les aspects réglementaires sont une composante importante du modèle d'activité de la société puisqu'ils s'imposent à elle et doivent ainsi être pris en compte par le professionnel. Il peut s'agir de réglementations spécifiques fixant les prix de vente (cas des activités régulées de distribution d'énergie avec les tarifs réglementés fixés par une autorité de tutelle par exemple) ou autorisant les mises en vente (dans le domaine pharmaceutique par exemple : autorisation de mise sur le marché ou échéance de tombée des brevets dans le domaine public et arrivée des produits génériques...).

D'autres aspects réglementaires tels que les contraintes environnementales peuvent se traduire par des coûts spécifiques d'exploitation (dépollutions de sites industriels, remise en état des sites d'extraction, etc.). Il convient de s'assurer du degré de comparabilité entre les sociétés identifiées afin de préserver l'homogénéité de l'échantillon et pouvoir le rapprocher de la société à évaluer.

Il y a lieu également de tenir compte des différences d'environnement fiscal entre les sociétés de l'échantillon et la société à évaluer, liées notamment à leur zone d'implantation. Les particularités fiscales doivent également être appréciées au regard de leur nature et leur « pérennité », dans le cas de mesures d'incitation ayant une incidence sur l'activité (pour développer un secteur, par exemple en matière de consommation de l'énergie) ou sur la rentabilité (économies octroyées), ainsi que de leur incidence en termes de résultat.

3.3.2.4 Business model (revenus, développement/modèle de croissance, production, portefeuille d'activités, secteurs annexes)

Le « business model » de chaque société est dépendant des caractéristiques de son secteur d'intervention en ce qui concerne les revenus (effet de cycle/existence de barrière à l'entrée/risque d'obsolescence technologique) et les coûts d'exploitation (levier opérationnel compte tenu du poids respectif des charges fixes et variables, sensibilité à des postes de charges distincts...) ainsi que des caractéristiques propres résultant de son positionnement au sein du secteur et de son marché et de décisions stratégiques portant notamment sur :

- les axes de développement (extension géographique, nouveaux produits...);
- la stratégie de croissance (développement organique ou acquisitions);
- la politique de diversification (« portefeuilles produits »/activités complémentaires/activité de niche/activité annexe...);
- le modèle de production (avec son propre outil industriel / dans le cadre de partenariats / externalisation);
- le positionnement dans la chaîne de création de valeur.

Il convient de s'assurer de l'adéquation entre le business model des sociétés de l'échantillon et de la société à évaluer. L'analyse des caractéristiques des comparables boursiers doit ainsi dépasser le simple critère sectoriel.

3.3.2.5 Structure financière

La structure financière est dépendante du secteur et de ses caractéristiques (besoins capitalistiques en termes d'actif immobilisé, situation de BFR ou d'EFR, niveau de BFR, etc.). Elle est également fonction des politiques de financement suivies par chaque société.

L'évaluation étant réalisée à une date donnée, la structure financière retenue correspond aux derniers éléments disponibles.

Le professionnel doit s'interroger sur les positions « atypiques » observées parmi les sociétés au sein de l'échantillon étudié et en rechercher l'explication. Dans le cas d'une structure financière déséquilibrée selon les dernières informations publiées, il convient d'approfondir l'analyse par un examen des données historiques disponibles.

3.3.3 Revue de l'évolution historique et prévisionnelle de la performance financière des comparables boursiers

L'évaluation par les comparables boursiers est fondée sur les agrégats prévisionnels des sociétés constituant l'échantillon de comparables puisque le cours de bourse qui sert de référence à la méthode traduit les évolutions futures attendues par les investisseurs pour les sociétés concernées. Le professionnel doit être particulièrement vigilant sur la fiabilité de des données financières prévisionnelles qui permettront de déterminer le multiple à la base de l'évaluation, en exerçant son jugement critique dans l'appréciation de ces prévisions.

Il convient de s'assurer de la cohérence entre des données prévisionnelles non auditées et des données historiques qui ont fait l'objet d'une opinion par les commissaires aux comptes. Pour cet examen critique, le professionnel s'appuiera sur la connaissance qu'il aura acquise du secteur d'activité et des sociétés concernées après avoir mis en œuvre la démarche présentée ci-après.

3.3.3.1 Evolution des principaux agrégats (revenus/profitabilité/rentabilité)

Les données financières qui devront faire l'objet d'une vigilance particulière et d'une appréciation critique sont notamment les suivantes :

- le chiffre d'affaires : évolution des taux de croissance historiques et prévisionnels des revenus ;
- la profitabilité : niveau des taux de marge d'exploitation et évolution entre les données historiques et les données prévisionnelles, sur la période de prévisions en termes :
 - ✓ d'EBITDA⁶⁵ (résultat de l'activité opérationnelle avant prise en compte de l'incidence de la politique d'amortissement (cf. § 4.2)) ;
 - ✓ d'EBIT⁶⁶ (assimilé au résultat d'exploitation de la société) ;
 - ✓ et/ou d'EBITDAR⁶⁷ (EBITDA retraité des charges de loyers, agrégat utilisé pour éliminer les différences entre les sociétés propriétaires de leurs actifs immobiliers et celles qui les loue) ;
- la rentabilité en termes de ROCE⁶⁸ (rentabilité les capitaux investis) et/ou ROE⁶⁹ (rentabilité des fonds propres) qui permettent d'apprécier la création de valeur.

3.3.3.2 Conséquences sur la mise en œuvre de la méthode d'évaluation

L'analyse critique des données prévisionnelles des sociétés de l'échantillon permet au professionnel de conclure sur la fiabilité de ces données et d'en tirer les conséquences sur la mise en œuvre de la méthode. En fonction de son jugement critique, il sera conduit à exclure les sociétés pour lesquelles il n'aura pas obtenu les éléments nécessaires à la fiabilisation des données.

Les sociétés présentant des taux de croissance anticipés et /ou des taux de marge et/ou des niveaux de rentabilité « atypiques », seront exclues de l'échantillon pertinent.

Dans le cas où les distorsions entre les sociétés de l'échantillon sont justifiées et lui paraissent acceptables, l'Expert indépendant mettra en œuvre, pour corriger les distorsions, une régression linéaire entre les données recensées (cf. § 3.4). Il conviendra de s'assurer de la qualité du modèle de régression linéaire obtenu en utilisant les formules mathématiques usuelles.

3.3.4 Identification d'éventuelles opérations spécifiques anticipées et impacts significatifs sur les cours de bourse

L'analyse des cours de bourse historiques des sociétés concernées et l'examen de l'information publique la plus complète doivent permettre au professionnel de détecter les éventuelles situations de cours « atypiques » et d'en identifier les facteurs. Son jugement critique le conduit à en tirer les conséquences sur ses travaux, et notamment sur l'exclusion ou non de la (ou les) société(s) concernée(s).

⁶⁵ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization

⁶⁶ Earnings Before Interest and Taxes

⁶⁷ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent.- ou EBITDAaL pour EBITDA après loyer

⁶⁸ Return On Capital Employed.

⁶⁹ Return On Equity

3.3.4.1 Opérations de croissance externes anticipées

Dans le cas où le cours de bourse anticipe des opérations de croissance externe, il convient de s'assurer, dans un premier temps, que celles-ci transparaissent dans les agrégats prévisionnels qui serviront au calcul de multiple. Dans un deuxième temps, le professionnel apprécie si ces opérations ne remettent pas en cause la pertinence des données (éléments prévisionnels ou cours de bourse) dont il dispose.

3.3.4.2 Mouvements spéculatifs

Ces mouvements peuvent résulter de rumeurs d'offres publiques conduisant à une hausse du cours compte tenu des niveaux des primes offertes usuellement dans ce type d'opérations ou d'autres facteurs dont l'explication s'avère plus difficile à trouver.

Le professionnel doit chercher dans la mesure du possible à identifier la nature des mouvements observés afin d'être en mesure de justifier son appréciation concernant le traitement de la société concernée dans sa démarche d'évaluation.

3.3.4.3 Autres opérations anticipées susceptibles de biaiser la comparaison (complément de prix sur des acquisitions/cessions, cessions significatives...)

Toute autre opération susceptible de biaiser la comparaison (impact anticipé sur le cours de bourse / sur les données prévisionnelles lié à des modifications de périmètre) avec, d'une part, les sociétés de l'échantillon et, d'autre part, la société à évaluer doit, dans la mesure du possible, être identifiée afin de permettre au professionnel de justifier son appréciation et d'en tirer les conséquences sur ses travaux d'évaluation.

3.3.5. Dispersion persistante des multiples au sein de l'échantillon pertinent

A l'issue des différents travaux d'analyse ayant permis au professionnel de constituer l'échantillon qu'il considère comme pertinent en fonction de son jugement critique, une dispersion des multiples obtenus peut néanmoins subsister.

Afin de déterminer les multiples représentatifs de l'échantillon qui seront appliqués aux agrégats de la société à évaluer, le professionnel pourra privilégier la notion de médiane qui par construction exclut les données extrêmes, à la différence de la moyenne qui intègre l'ensemble des données de manière équilibrée.

3.4 Justification dans le rapport de l'Expert indépendant de l'exclusion de sociétés de l'échantillon

L'information présentée dans le rapport de l'Expert indépendant doit permettre au lecteur de comprendre la démarche suivie pour l'application des méthodes d'évaluation présentées et d'apprécier les travaux d'évaluation et les résultats obtenus.

3.4.1 Principe général : justification des hypothèses retenues et écartées

En ce qui concerne la méthode des comparables boursiers, le rapport d'expertise indépendante décrit généralement l'approche d'évaluation mise en œuvre, et présente notamment (i) les modalités et les critères retenus pour la construction de l'échantillon pertinent, ainsi que (ii) le choix des agrégats ayant servi de référence aux travaux d'évaluation.

Le rapport justifie l'échantillon pertinent en expliquant les critères retenus et ceux écartés. Il indique les sociétés finalement sélectionnées et décrit leurs principales caractéristiques. En règle générale, il ne procède pas à un inventaire des sociétés écartées, à l'exception de celles qui ont été retenues dans les travaux de l'établissement présentateur et le cas échéant de celles considérées usuellement comme strictement comparables à la société à évaluer.

3.4.2 Par référence à l'échantillon retenu par l'établissement présentateur

Dans la partie de son rapport consacrée à l'appréciation des travaux de l'établissement présentateur qui figure dans la note d'information de l'initiateur, l'Expert indépendant procède à une analyse critique des travaux de l'établissement présentateur par comparaison avec ses propres travaux. A cet effet, il examine les différences dans la composition des échantillons respectifs des sociétés comparables et apporte le cas échéant les justifications de ces différences (société(s) non retenue(s) par l'Expert indépendant et société(s) non retenue(s) par l'établissement présentateur) en s'appuyant sur l'ensemble des travaux d'analyse réalisés.

3.4.3 Justification laissée à l'appréciation de l'Expert indépendant, dans certains cas particuliers

Au-delà de l'analyse systématique des différences avec l'échantillon de l'établissement présentateur, l'Expert indépendant peut estimer utile pour le lecteur de son rapport d'expliquer les choix qui l'ont conduit à ne pas retenir des sociétés usuellement considérées comme comparables.

3.4.3.1 Sociétés concurrentes ou ayant des « business models » proches avec une forte présomption de comparabilité

Ces sociétés, compte tenu de leurs caractéristiques, apparaissent d'emblée comparables à la société à évaluer.

Dans ce cas, le professionnel explique les raisons qui l'ont conduit à ne pas les retenir en s'appuyant sur la démarche qu'il a suivie et ses choix en fonction de son appréciation critique des données disponibles et de sa capacité de jugement.

3.4.3.2 Par référence aux échantillons sectoriels retenus par les analystes en charge du suivi de la société à évaluer (ou le cas échéant, à ses comparables les plus proches)

Le professionnel procède d'une manière analogue en fournissant dans son rapport, sur la base de ses différents travaux d'analyse, les explications qui l'ont conduit à ne pas retenir certaines sociétés.

3.4.3.3 Autres cas

L'application de la méthode des comparables boursiers peut s'avérer délicate dans certains cas :

- lorsque la société à évaluer est en phase de retournement, et présente des agrégats de profitabilité négative rendant inopérante leur utilisation ;
- l'échantillon est constitué d'un nombre réduit de sociétés dont le degré de comparabilité peut être discuté et en limite ainsi la pertinence ;
- les données prévisionnelles disponibles pour les sociétés comparables sont limitées.

Face à ces situations et dans les cas où, sur la base de son jugement, le professionnel estime utile d'appliquer cette méthode, il est conduit à retenir une mise en œuvre « adaptée » de celle-ci qui est alors présentée dans son rapport à titre secondaire, voire à titre purement indicatif.

4. Choix des multiples

4.1 Définition des différents multiples appliqués

Deux grandes familles de multiples sont usuellement utilisées : les multiples de capitaux propres et les multiples de valeur d'entreprise, la valeur des capitaux propres étant égale à la valeur d'entreprise diminuée (augmentée) de la dette (trésorerie) nette (cf. § 4.4).

Les multiples de valeur d'entreprise permettent d'évaluer l'actif économique d'une entreprise avant prise en compte de sa structure financière (cf. § 2.3.2.5). Ils permettent notamment de s'affranchir des différences de politique de financement au sein de l'échantillon de comparables, d'une part, et entre l'entreprise évaluée et l'échantillon de comparables, d'autre part.

En revanche, les multiples de valeur d'entreprise ne permettent pas de tenir compte de l'impact de la fiscalité ou de la différence de l'environnement fiscal entre les différentes sociétés composant l'échantillon de comparables, les principaux agrégats utilisés pour le calcul de ces multiples étant calculés avant impôt.

Certains multiples, sectoriellement spécifiques (Prime/décote sur ANR, multiples normalisés, etc.), sont présentés ci-après (cf. § 3.1.3). L'analyse qui suit n'est pas exhaustive et ne reprend que les principaux multiples usuellement utilisés par les experts indépendants.

4.1.1 Multiples de valeur des capitaux propres (PER, P/B, P/TB)

4.1.1.1 PER

Le multiple de résultat net (*Price to Earnings Ratio* ou PER), qui se définit comme le rapport entre le cours de l'action et le bénéfice net par action, entend faire le lien entre la valeur d'un actif financier et le résultat net qu'il dégage ou qu'il va dégager.

Avantage : Il prend en compte la capacité bénéficiaire totale des sociétés.

Inconvénients : Il n'est applicable qu'aux sociétés bénéficiaires et ne permet pas de s'affranchir de la structure financière de la société (pour en permettre l'utilisation, l'échantillon de comparables devrait donc être homogène en termes de politiques de financement).

4.1.1.2 P/B

Le multiple de *Price to Book Value* (P/B ratio) se définit comme le rapport entre la capitalisation boursière d'une société et la valeur comptable de ses fonds propres.

Avantage : Il peut être appliqué aux sociétés déficitaires.

Inconvénients : Il est biaisé par les différences de stratégie de croissance entre les entreprises (croissance externe *versus* croissance organique) et ne prend pas en compte la capacité bénéficiaire de la société.

4.1.1.3 P/TB

Le multiple de *Price to Tangible Book Value* (P/TB ratio) correspond au rapport entre la capitalisation boursière d'une société et de son actif net comptable retraité des éléments incorporels. Il met en exergue l'existence d'un goodwill ou d'un badwill, selon que le ratio soit supérieur ou inférieur à 1,00.

Avantage : Il permet d'ajuster le ratio P/B en retraitant les effets de la stratégie de croissance menée par la société, et notamment de retraiter l'impact de la valeur du goodwill dans les capitaux propres.

On observe que ce ratio est usuel dans le secteur financier, souvent sous contrôle du taux de rentabilité des capitaux propres tangibles.

Inconvénient : Tout comme pour le P/B ratio, il s'agit d'un multiple patrimonial, qui ne prend donc pas en considération la capacité bénéficiaire de la société.

4.1.2 Multiples de valeur d'entreprise (VE/CA, VE/EBITDA, VE/EBIT)

4.1.2.1 VE/CA

Le multiple de chiffre d'affaires (VE/CA) se définit comme le rapport entre la valeur d'entreprise d'une société et son chiffre d'affaires⁷⁰.

Avantage : il s'avère pertinent dans les cas où la valorisation d'une société est plus liée à sa part de marché ou à ses perspectives de croissance plutôt qu'à son niveau immédiat de profitabilité (start-up, scale-up).

Inconvénient : Il ne prend pas en compte la capacité bénéficiaire/profitabilité de l'entreprise.

Lorsqu'il existe une forte corrélation entre le multiple VE/CA et un taux de marge (par exemple, le taux de marge d'EBIT), il s'avère plus pertinent d'analyser statistiquement le lien entre la VE et l'agrégat à partir duquel ce taux de marge est calculé (c'est-à-dire effectuer, par exemple, une régression entre le multiple VE/EBIT avec le taux de marge d'EBIT), car la logique devrait être que ce lien statistique provient du fait que le taux de marge est un proxy du taux de rendement des capitaux investis pour une structure capitalistique donnée.

4.1.2.2 VE/EBITDA

Le multiple d'EBITDA (VE/EBITDA), qui se définit comme le rapport entre la valeur d'entreprise d'une société et son EBITDA, valorise l'actif économique par rapport à un proxy de son résultat opérationnel « cash ».

Avantages : Il permet d'obtenir la valeur de la société à partir des bénéfices qu'elle réalise sans tenir compte de sa politique d'investissement et d'amortissement. L'EBITDA est par ailleurs un des agrégats les plus suivis par les investisseurs et les analystes, en raison de son aptitude à mesurer la capacité bénéficiaire d'une activité et le caractère encaissable de ses composants.

Inconvénient : Cet agrégat n'est pas normé. Il peut être biaisé par l'application des normes comptables notamment en ce qui concerne les contrats de location (cf. § 3.1.3) ou les politiques d'investissement de la société (acquisitions d'immobilisations amortissables *versus* locations ; activation de la R&D *versus* comptabilisation en charge de la R&D avant ou après l'EBITDA).

Il est fait référence, parfois, à la notion d'EBITDA cash c'est-à-dire un agrégat d'EBITDA qui serait ajusté pour le rapprocher d'un flux de trésorerie opérationnel (par exemple, en excluant les frais de recherche qui sont activés). Cet agrégat présente la même limite que l'EBITDA en ce qu'il ne repose pas sur une définition normative.

De plus, comme détaillé ci-après, il est affecté par la norme IFRS 16 qui fait que les charges de loyer ne sont plus prises en compte au niveau de cet agrégat, mais pris en amortissement déduit au niveau de l'EBIT.

4.1.2.3 VE/EBIT

Le multiple d'EBIT se définit comme le rapport entre la valeur d'entreprise et son résultat opérationnel.

Avantages : Il permet de prendre en compte la capacité bénéficiaire de l'actif économique de l'entreprise, et d'évaluer l'activité hors impact de la politique de financement et d'investissement, évitant ainsi les biais liés aux différences de traitements comptables.

Inconvénient : Il peut être biaisé par les différences entre les sociétés en termes de politique d'amortissement (amortissement rapide *versus* durée plus longue d'amortissement ou amortissements plus ou moins élevés au regard des dates d'investissement).

⁷⁰ Ce multiple peut être affecté par des différences de norme comme entre la norme IFRS 15 et les normes françaises sur ce point.

4.1.3 Multiples de valeur d'entreprise (VE/CA, VE/EBITDA, VE/EBIT) et norme IFRS 16

Le norme IFRS 16, publiée le 13 janvier 2016 par l'IASB, et d'application obligatoire depuis le 1^{er} janvier 2019, conduit à l'inscription de la plupart des contrats de location au bilan sans distinction entre location financement et location simple.

En substance, sa mise en œuvre impacte à la fois :

- le compte de résultat dans la mesure où les charges de loyer, préalablement déduites pour le calcul de l'EBITDA, sont décomposées entre (i) une charge d'amortissement déduite de l'EBITDA pour le calcul de l'EBIT et (ii) une charge d'intérêts déduite de l'EBIT pour le calcul du résultat courant.
- le bilan dans la mesure où il est inscrit à l'actif un droit d'utilisation des actifs loués en contrepartie de l'enregistrement au passif d'une dette liée aux obligations locatives.

Le traitement IFRS des loyers est différent de celui retenu dans la norme US GAAP (ASC 842) car la norme américaine continue à faire une différence entre :

- la location simple⁷¹ (sauf courte durée) qui donne lieu à l'inscription d'un droit d'utilisation et d'une dette comptabilisée en dette opérationnelle tandis que la charge de location est déduite pour le calcul de l'EBITDA ;
- Et la location financement où le traitement est équivalent au bilan et au compte de résultat à IFRS 16 ;

Ce qui doit être une source de vigilance pour obtenir des agrégats et des multiples homogènes lorsqu'un échantillon est composé de sociétés appliquant pour certaines les normes IFRS et pour d'autres les US GAAP.

L'introduction de la norme IFRS a eu un impact très variable sur les agrégats comptables selon les secteurs d'activité, sans toutefois que cet impact soit nécessairement homogène au sein d'un même secteur (loyers variables, renouvellements, composante service...) ce qui conduit à une modification des pratiques concernant les multiples utilisés pour déterminer la valeur d'entreprise.

L'utilisation de l'EBITDAaL, soit l'EBITDA après loyer, paraît aujourd'hui à privilégier par rapport à l'EBITDA.

Cet agrégat est soit publié spontanément par certaines sociétés, voire devenue la norme dans certains secteurs (télécom), soit peut-être déterminé par l'évaluateur en déduisant de l'EBITDA la part d'amortissement et d'intérêt des loyers.

Il permet de se rapprocher de la notion d'EBITDA avant introduction de la norme IFRS 16. Toutefois, il conduit à exclure des actifs d'exploitation les actifs faisant l'objet d'un crédit-bail.

Par ailleurs, devant les difficultés pratiques pour disposer des informations prévisionnelles retraitées soit directement soit en effectuant soi-même les retraitements, on peut observer que :

- l'utilisation de l'EBIT par rapport à l'EBITDAaL présente l'avantage de requérir moins de retraitement (exclusivement la part des intérêts dans les loyers) ;
- l'utilisation d'un EBIT non retraité en conjonction avec une dette financière hors obligation locative entraîne un biais relativement faible (qu'il convient toutefois de vérifier) car la charge d'intérêt liée aux obligations locatives est souvent limitée dans un univers de taux bas.

⁷¹ Cf. annexe 1 sur la définition de la location simple selon la norme US Gaap ASC 842.

4.1.4 Autres multiples sectoriels

4.1.4.1 Sociétés foncières ou sociétés holdings

(i) Prime/décote sur ANR

L'actif net réévalué (ANR) correspond à la valeur du patrimoine net de la société, obtenu en substituant les valeurs réelles aux valeurs comptables afin de passer d'une vision historique à une vision économique de l'entreprise. L'ANR est principalement utilisé dans le cas de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers (foncières, sociétés d'investissement immobilier cotées par exemple) ou financiers (*private equity* par exemple).

La prime ou décote sur ANR est la prime ou décote que présente la capitalisation boursière rapportée à l'ANR. Ce ratio, exprimé en pourcentage, représente alors la prime (ou la décote) observée entre la valeur de marché de la société et sa valeur intrinsèque. La moyenne des ratios de l'échantillon des sociétés comparables est ensuite appliquée comme décote ou prime à l'ANR de la société à évaluer.

Avantage : Il s'agit d'une approche patrimoniale qui convient à l'évaluation des sociétés immobilières ou holdings.

Inconvénients : Elle ne tient pas compte des perspectives futures de la société ni de sa capacité bénéficiaire. Elle n'est donc pas adaptée à l'évaluation d'activités d'exploitation conventionnelles.

(ii) Price to cash-flows

Le multiple de « *Price to Cash-Flows* » (P/CF) ou multiple de flux de trésorerie ou multiple de résultat net récurrent (RNR) correspond à la valeur de marché des titres d'une société rapportée à ses cash-flows ; il est utilisé pour les sociétés bénéficiant de cash-flow récurrents (Capitalisation boursière/Loyer Moyen pour les sociétés foncières par exemple).

Avantages : Il valorise les sociétés présentant des flux de trésorerie récurrents (sociétés foncières notamment). Il prend en compte le taux d'occupation des biens détenus par la société.

Inconvénient : Il peut être biaisé par l'état du (des) marché(s) de l'immobilier dans le(s)quel(s) se trouve(nt) le(s) bien(s) détenu(s) par la société, et il est notamment tributaire de la valeur patrimoniale de ce(s) bien(s).

4.1.4.2 Secteur bancaire

Spécifiques aux secteurs bancaires, les multiples de PER, P/B et de P/TB normalisés tiennent compte des exigences réglementaires en matière de fonds propres. Dans ce contexte particulier, les agrégats de capitalisation boursière, de fonds propres et de fonds propres tangibles doivent être « normalisés » *i.e.* retraités de l'excédent de fonds propres (ou du déficit de fonds propres).

L'excédent de fonds propres (ou le déficit de fonds propres) est calculé en comparant les fonds propres *Core Tier 1* d'une banque au niveau des fonds propres *Core Tier 1* considéré par les investisseurs comme un minimum, celui-ci étant communément supérieur au ratio minimum exigé par la réglementation.

Les multiples PER, P/B, P/TB normalisés peuvent ensuite être calculés en fonction de ces agrégats ajustés (le résultat net n'est pas à ajuster).

Avantage : la normalisation permet de tenir compte des exigences réglementaires et des investisseurs en termes de fonds propres.

Inconvénient : la normalisation nécessite un certain nombre de calculs et de retraitements à effectuer à la fois sur les sociétés de l'échantillon de comparables et sur la société à évaluer.

4.1.4.3 Société télécoms ou à forte intensité capitalistique

Le multiple VE / (EBITDA – CAPEX) correspond au rapport entre la valeur d'entreprise et la valeur de l'EBITDA retraité des investissements effectués (CAPEX).

Ce multiple permet ainsi d'obtenir une vision ajustée de la capacité bénéficiaire de la société, en la retraitant des investissements récurrents nécessaires à la poursuite et la croissance de son activité.

4.2 Cas des groupes multi-secteurs ou conglomérats

4.2.1 Utilisation de plusieurs échantillons dans le cadre d'une somme des parties

Lorsqu'un groupe est présent sur plusieurs secteurs d'activités, il est préférable d'évaluer séparément chacune de ses branches d'activités et d'agrèger les résultats obtenus. Ainsi, il peut être opportun d'utiliser des échantillons de sociétés comparables adaptés aux différentes branches d'activités.

4.2.2 Utilisation de multiples synthétiques

Une méthode alternative consiste à pondérer les résultats de chaque échantillon au poids de la valeur d'un secteur dans la valeur globale et à calculer des multiples synthétiques applicables aux agrégats consolidés du groupe à évaluer. Cette approche a, toutefois, un caractère circulaire puisque le résultat final de sa mise en œuvre est nécessaire pour effectuer la pondération de chaque secteur dans la valeur globale.

4.3 Analyses statistiques des multiples appliqués

4.3.1 Analyse globale

Le tableau suivant présente l'occurrence de chaque multiple utilisé par les experts indépendants en nombre d'opérations et fréquence d'utilisation sur les offres publiques étudiées sur trois périodes distinctes (2001 / 2006, 2006 / 2016 et 2019 / 2020).

Multiples employés par les experts indépendants dans la méthode des comparables boursiers

Multiple	2019/2020		2006/2016 ¹		2001/2006 ¹	
	Comp. Bours.	Fréq.	Comp. Bours.	Fréq.	Comp. Bours.	Fréq.
EV/CA	6	21%	48	22%	35	33%
EV/EBITDA	8	29%	133	60%	73	70%
EV/EBIT	13	46%	127	57%	71	68%
PER	4	14%	21	9%	48	46%
EBITDAaL	2	7%	0	0%	0	0%
Autres	4	14%	42	19%	9	9%
Total	37		371		252	
Occurrence de la méthode	28		223		105	
Nombre moyen de multiples utilisés	1,3		1,7		2,4	

« Comp. Bours. » : Comparables boursiers (en nombre d'utilisation)

« Fréq. » : Fréquence d'utilisation

¹ 2006 / 2017 : Etude réalisée par Maxime Hazim, HAF Audit & Conseil, sur 300 offres publiques

2001 / 2006 : Etude réalisée par Olivier Grivillers, HAF Audit & Conseil, sur 150 offres publiques

Sur les 300 offres publiques étudiées entre 2006 et 2016, la méthode des comparables boursiers a été retenue 223 fois par les experts indépendants, soit sur 74% des opérations. 371 multiples ont été appliqués, ce qui représente une moyenne de 1,7 multiple par opération. Les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont les plus fréquemment employés (fréquence supérieure à 50%) par les experts indépendants suivis des multiples de chiffre d'affaires et du PER.

La comparaison de cette étude avec une étude réalisée sur 150 offres publiques intervenues entre 2001 et 2006 met en exergue une baisse significative de l'utilisation du PER comme multiple de référence. Les experts indépendants privilégient en effet les multiples de valeur d'entreprise. Comme le PER, l'utilisation des autres multiples (notamment P/B, P/CF et Prime/décote sur ANR) est désormais en effet restreinte à des secteurs d'activité spécifiques (cf. § 3.3.2).

Enfin, sur 37 offres publiques étudiées en 2019 et 2020, depuis la date d'entrée en vigueur de la norme IFRS16, la méthode des comparables boursiers a été retenue 28 fois par les experts indépendants, soit sur 76% des opérations. 37 multiples ont été appliqués, ce qui représente une moyenne de 1,3 multiple par opération, ratio en diminution par rapport celui observé sur la période 2006/2016 (1,7).

On relève surtout une baisse de la fréquence d'utilisation des multiples d'EBITDA, dont la fréquence passe de 60% en 2006/2016 à 29% en 2019/2020, là où la fréquence d'utilisation des multiples d'EBIT par les experts indépendants reste relativement stable.

Ces données 2019/2020 montrent également les premières utilisations par les experts indépendants de multiples d'EBITDAaL.

Ces évolutions sont manifestement liées aux problématiques nouvelles rencontrées par les évaluateurs du fait de la mise en application de la norme IFRS16.

4.3.2 Analyse des multiples utilisés par secteur d'activité

Fréquence d'utilisation des multiples par secteur

	EV /		PER	P/B	P/TB	Prime /décote		Multiple de référence	
	EV / CA	EBITDA				EBIT	ANR		P/CF
Biens de consommation	25%	72%	47%	16%	1%	0%	1%	0%	Prime ANR
Immobilier	4%	16%	12%	3%	3%	3%	59%	39%	
Industries	24%	81%	59%	4%	1%	1%	1%	1%	EV/EBITDA
Pétrole, Gaz et Matériaux de base	0%	67%	60%	20%	0%	0%	0%	0%	EV/EBITDA
Santé	44%	54%	41%	10%	0%	0%	0%	0%	EV/EBITDA
Services aux collectivités	0%	100%	0%	8%	0%	0%	0%	0%	EV/EBITDA
Services aux consommateurs	21%	69%	74%	11%	1%	1%	1%	1%	EV/EBIT
Sociétés financières	0%	8%	8%	28%	24%	32%	24%	0%	P/TB
Sociétés financières (Holding)	11%	0%	0%	11%	0%	0%	78%	0%	Prime ANR
	36%	69%	68%						
Technologies				11%	0%	0%	0%	0%	EV/EBITDA
Télécommunications	21%	71%	39%	8%	5%	5%	5%	5%	EV/EBITDA

En couleur : du vert, la fréquence d'utilisation la plus élevée de la ligne, au rouge : la plus basse de la ligne

Le tableau ci-dessus qui présente, sur les 300 offres publiques étudiées entre 2006 et 2016, la fréquence d'utilisation des multiples utilisés, met en exergue que les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont les multiples de référence dans la plupart des secteurs d'activité. Cependant, des exceptions existent :

- la prime ou décote sur l'ANR et le multiple de flux de trésorerie récurrent sont les multiples de référence pour les sociétés foncières (secteur immobilier) ;
- le PER, les multiples d'actif net comptable (P/B) et d'actif net comptable retraités des éléments incorporels (P/TB) sont utilisés notamment pour l'évaluation des banques ;
- la prime ou la décote sur l'ANR est utilisée pour l'évaluation des fonds d'investissement et des sociétés financières de type holdings.

4.4 Régressions linéaires et ajustement de certains multiples

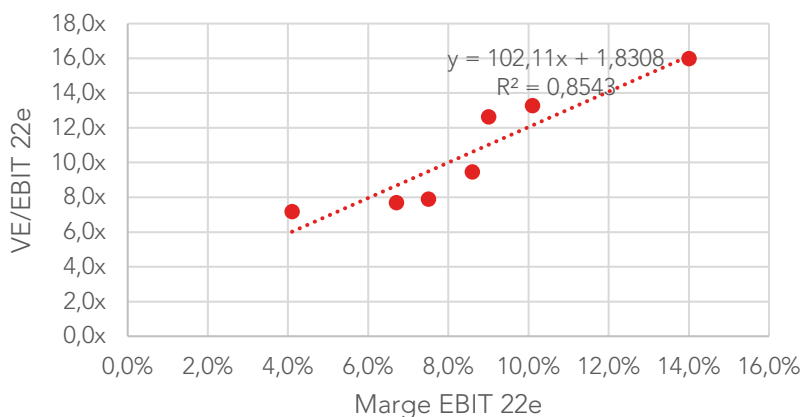
4.4.1 Régression entre multiple du chiffre d'affaires et taux de marge d'EBIT

Le multiple de la valeur d'entreprise rapportée à l'EBIT peut être ajusté à l'aide d'une régression linéaire par rapport au taux de marge d'EBIT. Ce multiple ajusté permet de prendre en compte, implicitement, les différences de rentabilité des capitaux employés⁷².

Le coefficient de détermination (R^2) de la régression linéaire et le T de Student des coefficients de régression doivent être suffisamment élevés pour que l'utilisation de la régression soit pertinente.

Les deux figures suivantes présentent un exemple de calcul de régression sous la forme d'une équation et d'un graphique.

Régression linéaire	Marge d'EBIT		
	2022e	2023e	2024e
r^2	0,85	0,83	0,84
Constant (a)	1,8	2,0	2,5
T Student (a)	1,1	1,2	1,9
Pente (b)	102,1	92,0	65,7
T Student (b)	5,4	4,9	5,0
Significatif à 95%			
Marge EBIT Société	7,8%	8,0%	8,1%
Multiple EBIT ajusté	9,8	9,4	7,8



4.4.2 Autres régressions possibles

D'autres régressions peuvent être envisagées (régression entre le multiple rapportant la valeur de marché des fonds propres à l'actif net tangible et le taux de rendement des fonds propres pour le secteur financier, entre le multiple rapportant la valeur d'entreprise au chiffre d'affaires et le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires...) pour ajuster le multiple moyen/médian observé sur un échantillon.

Toutefois, il convient de faire attention à retenir une variable explicative (taux de marge d'EBIT, taux de rendement des fonds propres...) dont il puisse être expliqué le lien économique (par exemple au travers d'un modèle DCF à une période, cf. supra) avec le multiple analysé.

⁷² En effet, dans un modèle à une période, on a $VE / EBIT = (1 - g / ROCE) / (r - g)$ avec le taux de marge sur EBIT ($EBIT / CA$) qui est un proxy du ROCE, lorsque la structure capitalistique (représentée par le ratio CE / CA avec CE le montant des capitaux employés) est constante (ce qui est une hypothèse raisonnable pour des sociétés du même secteur d'activité), car $ROCE \text{ avant impôt} = EBIT / CE = EBIT / CA \times CA / CE$ (soit l'inverse de la structure capitalistique).

5. Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

La mise en œuvre de la méthode des comparables nécessite l'exploitation de diverses informations émanant de sources variées et l'application, par étapes, de plusieurs calculs intermédiaires.

A chaque étape, l'expert indépendant collecte, analyse, et, le cas échéant, ajuste ces informations pour obtenir des résultats fiables.

Dans cette partie sont présentés les points clés qui requièrent une appréciation de la part de l'Expert indépendant :

- Portée des données prévisionnelles de marché des sociétés comparables ;
- Détermination des agrégats de référence de l'entité évaluée : focus sur l'EBITDAaL ;
- Détermination de la Valeur d'Entreprise (VE) ;
- Passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des capitaux propres (VCP).

5.1 Portée des données de marché prévisionnelles des sociétés comparables

5.1.1 Notes d'analystes

Les analystes établissent des prévisions (chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT...) qui sont publiées dans des notes périodiques, élaborées dans le but d'analyser les informations de nature financière, économique et stratégique afin de formuler une opinion sur l'évolution de la valorisation des titres financiers des sociétés dont ils assurent le suivi.

L'observation des valeurs publiées permet de déterminer des consensus (moyennes simples ou retraitées) accessibles dans les bases de données financières (Bloomberg, Thomson Reuters, S&P Capital IQ...).

Ces notes comportent en général les informations suivantes :

- présentation de la société (historique, actionnariat, management, activités, présence géographique...) ;
- présentation du marché (concurrence, perspectives d'évolution...) ;
- analyse financière (évolution du chiffre d'affaires, de la rentabilité, des ratios bilanciers...) et stratégique (analyse SWOT...) ;
- valorisation (DCF, comparables boursiers, comparables transactionnels...) ;
- détermination d'un cours cible et émission d'une recommandation (achat, neutre ou vente...).

5.1.2 Couverture par les analystes

La couverture d'une société cotée par les analystes est variable, en quantité et en qualité, et requiert une appréciation de la part de l'Expert indépendant avant d'être exploitée.

S'agissant de l'indice CAC 40, la totalité des sociétés le composant sont suivies, en moyenne par 45 analystes. De même, l'indice SBF 120 est intégralement couvert, mais en moyenne par 17 analystes, le minimum étant de 9 analystes et le maximum de 24 analystes. Les dix plus faibles capitalisations boursières de l'indice CAC Small (9 millions d'euros de capitalisation boursière en moyenne) sont suivies en moyenne par 4 analystes (minimum 0, maximum 6).

Ainsi pour certaines capitalisations de taille limitée, les données prévisionnelles peuvent être rares voire inexistantes ; elles peuvent être de bonne qualité tout en reposant sur un nombre limité d'analystes ou a contrario résulter d'analyses « mécaniques » i.e. dépourvues d'analyses de fond.

5.1.3 Points d'attention pour l'utilisation des données prévisionnelles issues des consensus

Les consensus sont établis par les bases de données financières à partir d'informations prévisionnelles contenues dans des notes d'analystes. Il existe ainsi plusieurs consensus disponibles à une même date d'évaluation.

L'expert indépendant n'a généralement pas vocation à modifier la composition du consensus, sauf dans des situations particulières où son jugement le conduit à privilégier sa vision. Dans cette perspective, l'expert indépendant doit être attentif aux informations suivantes :

- Eléments quantitatifs et qualitatifs relatifs à la couverture par les analystes :
 - ✓ Nombre d'analystes couvrant la société : les capitalisations les plus modestes ne font pas nécessairement l'objet d'un suivi ; tous les analystes ne couvrent pas un horizon équivalent de données prévisionnelles ;
 - ✓ Notoriété des analystes couvrant la société : les capitalisations les plus importantes sont généralement couvertes par les analystes les plus prestigieux et les plus modestes peuvent l'être par des analystes de moindre renom ;
 - ✓ Régularité du suivi : un suivi régulier permet de minimiser le risque de non prise en compte d'évènements récents (obtention d'un nouveau marché, changement de dirigeant...) dans l'élaboration des données prévisionnelles et l'émission des recommandations ;
 - ✓ Ancienneté du suivi : elle permet d'apprécier la légitimité (connaissance des spécificités du secteur, accès au management...) dont dispose l'analyste ;
 - ✓ Examen de la nature de l'intervention de l'analyste (en charge le cas échéant de l'animation du titre...) ;
- Analyse des potentiels conflits d'intérêts (actions détenues le cas échéant par l'analyste...).
- Eléments relatifs aux données prévisionnelles des consensus :
 - ✓ Analyse de la méthode de détermination de l'agrégat calculé par la base de données (Bloomberg, Capital IQ...) :
 - ✓ Détermination du consensus : notes d'analystes retenues et écartées ;
 - ✓ Détermination de l'agrégat calculé : prise en compte par exemple d'une moyenne ou d'une médiane ;
 - ✓ Détermination de l'écart-type, de la valeur maximale et de la valeur minimale ;
 - ✓ Analyse des principes comptables ou des retraitements retenus pour le calcul des agrégats
 - ✓ Données manquantes d'une entité au sein de l'échantillon des comparables :
 - ✓ Par exemple : seuls les multiples prévisionnels de chiffres d'affaires sont disponibles ou aucune prévision n'est disponible sur certaines périodes ;
 - ✓ Il revient alors au professionnel de déterminer si les données manquantes impliquent un ajustement de l'échantillon.
 - ✓ Biais attachés aux données prévisionnelles : l'observation régulière des prévisions montre souvent l'existence d'un biais optimiste de la part des analystes. Ainsi par exemple, sur une période analysée de plusieurs années, le cours cible du consensus peut apparaître a posteriori constamment supérieur au cours spot.

- ✓ Calendarisation des données prévisionnelles : lorsque les dates d'arrêté des comptes des entités de l'échantillon sont différentes, il est souvent souhaitable de procéder à un retraitement afin que les données prises en compte dans la valorisation fassent référence à la même période. A défaut d'informations précises sur la saisonnalité, la répartition des flux entre des périodes semestrielles ou mensuelles peut s'effectuer selon une hypothèse de flux linéaires.

5.1.4 Détermination des multiples de marché

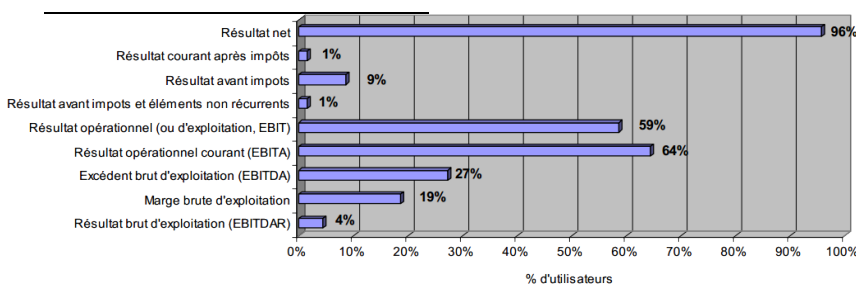
Même si certaines bases de données déterminent et mettent à la disposition de leurs abonnés des multiples présentés comme directement exploitables, l'expert indépendant privilégie au stade de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers son propre modèle, afin de garder la maîtrise de la méthodologie de calcul des multiples de marché.

Le calcul des multiples de marché porte notamment sur les points suivants :

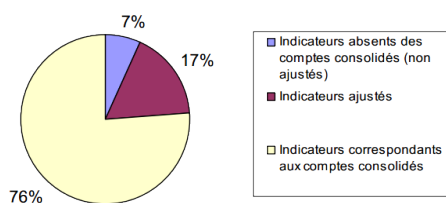
- Pour calculer la capitalisation boursière, il convient de :
 - ✓ déterminer la référence d'un cours de bourse ;
 - ✓ Il est possible de prendre en compte le cours spot de clôture ou de tenir compte de moyennes (1 mois, 3 mois, 6 mois). Dans le cadre d'opérations de marché, la référence aux 20 derniers cours de bourse est privilégiée, sous réserve d'une appréciation par l'expert indépendant des conditions particulières de marché qui pourraient être observées pour telle ou telle société.
 - ✓ déterminer le nombre d'actions à retenir en prêtant attention au nombre d'actions émises, à l'existence de différentes classes d'actions avec des droits éventuellement différents, au nombre d'actions auto-détenues et à l'existence d'instruments financiers potentiellement dilutifs (actions de performance, BSA, obligations convertibles...).
- Les agrégats d'endettement net et d'intérêts non contrôlants (anciennement dénommés « intérêts minoritaires »), qui permettent le passage de la valeur des capitaux propres à la valeur d'entreprise, sont issus des publications financières les plus récentes.
- Dans un objectif d'harmonisation des agrégats, et en particulier de l'EBITDA, il est utile de procéder à différents ajustements en fonction des données disponibles (cf. § 4.2).

5.2 Définition des agrégats de performance

L'AMF a publié le 17 novembre 2010⁷³ une étude portant sur les indicateurs publiés dans les communiqués au titre de la période 2009 et leurs liens avec les comptes, réalisée sur un échantillon de 70 émetteurs. Les principaux indicateurs publiés se répartissaient comme suit en pourcentage d'utilisateurs et par rapport au nombre total d'indicateurs répertoriés :



⁷³ « Etude portant sur les indicateurs publiés dans les communiqués au titre de la période 2009 et leurs liens avec les comptes ».



Cette même étude relate que dans un communiqué du 20 septembre 2005 sur la communication des émetteurs sur leurs résultats, l'AMF rappelait « *qu'elle n'est pas opposée à l'utilisation d'indicateurs financiers spécifiques* » mais que cet « *usage ne devait toutefois pas conduire à négliger les indicateurs d'usage courant et reconnu. Lorsque les émetteurs font usage d'indicateurs spécifiques, il importe, en tout état de cause, qu'ils soient bien définis [...]* ».

L'observation des opérations de marché montre qu'environ 15% des agrégats de référence font l'objet de retraitements.

5.2.1 EBITDAaL

L'EBITDAaL vise à traduire la performance opérationnelle de l'entité indépendamment de sa politique de financement (coût de l'endettement financier), de sa politique d'investissement (dotations aux amortissements) et de la fiscalité sur ses résultats (impôt sur les sociétés). Le calcul d'un EBITDA après loyers vise à limiter les biais liés à la mise en œuvre de la norme IFRS 16 (cf. supra § 3.1.3).

Le référentiel IFRS laisse cependant une latitude à ses utilisateurs pour la comptabilisation de certains produits et charges. Les options retenues sont ainsi susceptibles d'affecter l'EBITDAaL de l'émetteur.

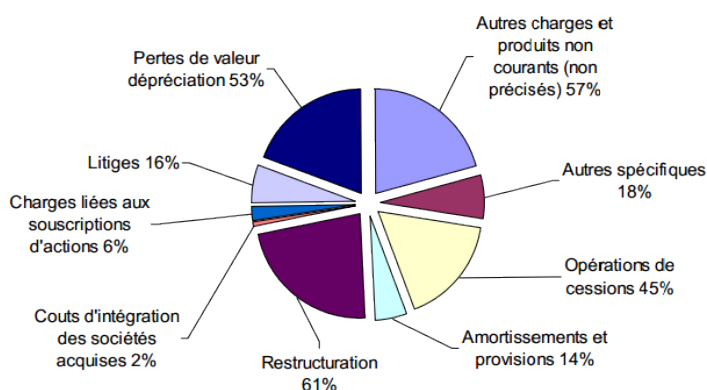
En l'absence de définition normative précise de l'EBITDAaL, l'AMF a souligné à plusieurs reprises la nécessité d'explicitier précisément la formation de cet indicateur dans les notes annexes.

5.2.2 Résultat opérationnel courant

Dans l'étude précitée de novembre 2010 sur les indicateurs publiés dans les communiqués, l'AMF constate que le résultat opérationnel courant (ROC) n'étant pas défini par les normes IFRS, les éléments retraités entre le résultat opérationnel courant et le résultat opérationnel peuvent être variables selon les émetteurs. Aucun des émetteurs ne faisait référence dans ses annexes à la recommandation CNC 2009-R-03 relative au format des états financiers en référentiel IFRS. En revanche, l'ensemble de ces émetteurs, à l'exception de quatre, fournissaient, dans leurs communiqués, une définition des sous-totaux présentés.

Les éléments considérés comme non courants les plus utilisés étaient ceux présentés ci-après. L'AMF concluait que « *le résultat opérationnel courant ne peut être comparé entre différentes entités* » dans la mesure où les éléments retraités ne sont pas toujours les mêmes.

**Éléments considérés comme non courants
(par 49 émetteurs qui présentent un résultat opérationnel courant)**



Dans une position actualisée en 2015⁷⁴, reposant sur les Directives Transparence, Prospectus et le Règlement Abus de marché, l'AMF rappelle les principes à mettre en œuvre en matière d'Indicateurs Alternatifs de Performance (IAP). L'AMF y formule la recommandation suivante : « Lorsque l'indicateur Résultat Opérationnel Courant (ROC) est présenté dans le communiqué financier, il est souhaitable que la société se réfère à la définition donnée par le CNC dans sa recommandation 2013.R.03. En revanche, si la société choisit un autre mode de calcul, il conviendra de l'explicitier. »

L'AMF se réfère ainsi à la présentation du Résultat Opérationnel Courant (ROC) telle qu'elle a été proposée par l'ANC dans sa recommandation 2013.03⁷⁵ ; l'EBITDA est construit à partir du ROC augmenté des charges calculées (amortissements et provisions).

Il convient en outre de souligner que l'EBIT des bases de données financières correspond généralement au résultat opérationnel.

Extrait du modèle de compte de résultat par nature issu de la recommandation 2013.R.03 de l'ANC :

Chiffre d'affaires
Autres produits de l'activité
Achats consommés
Charges de personnel
Charges externes
Impôts et taxes
Dotations aux amortissements
Dotations aux provisions
Variation des stocks de produits en cours et de produits finis
Autres produits d'exploitation
Autres charges d'exploitation
Résultat opérationnel courant (ROC)
Autres produits opérationnels
Autres charges opérationnelles
Résultat opérationnel

5.2.3 Pratique de l'Expert indépendant

L'expert indépendant devra apporter une vigilance particulière à l'homogénéité des méthodologies retenues, d'une part, par les sociétés réputées comparables et, d'autre part, par la société à évaluer.

⁷⁴ Indicateurs alternatifs de performance (« IAP ») – DOC-2015-12.

⁷⁵ Recommandation n°2013-03 du 7 novembre 2013 relative au format des comptes consolidés des entreprises établis selon les normes comptables internationales (hors établissements du secteur bancaire et organismes d'assurance).

L'EBITDAaL issu des bases de données financières est en général calculé selon l'une ou l'autre des équations suivantes, étant toutefois souligné que des variantes sont possibles :

- EBITDAaL = Résultat opérationnel + dotations nettes aux amortissements – dotations aux amortissements des droits d'utilisation des actifs (IFRS 16) – intérêts sur les droits d'utilisation des actifs (IFRS 16)⁷⁶
- EBITDAaL = Résultat opérationnel + dotations nettes aux amortissements – dotations aux amortissements des droits d'utilisation des actifs (IFRS 16) – intérêts sur les droits d'utilisation des actifs (IFRS 16) + dotations à certaines provisions pour risques et charges nettes des reprises y afférentes

Les provisions sur l'actif circulant sont en règle générale considérées comme des éléments du résultat opérationnel courant, non retraités pour le calcul de l'EBITDAaL.

Toutefois, il convient de souligner qu'en général les agrégats prévisionnels définis par les analystes ne sont pas détaillés. Par construction, ils excluent la plupart du temps des éléments non récurrents, comme l'impact des provisions pour risques.

L'expert indépendant doit ainsi procéder à des retraitements d'harmonisation lorsqu'il constate au sein de l'échantillon de comparables qu'il a retenu des écarts méthodologiques significatifs.

5.3 Détermination de la Valeur d'Entreprise

La valeur d'entreprise est obtenue en appliquant aux agrégats de la société à évaluer les multiples de valorisation (multiples de valeur d'entreprise) observés pour l'année en cours et pour les exercices futurs faisant l'objet de prévisions.

L'homogénéité de l'échantillon ressort de la proximité des multiples prévisionnels moyens et médians. Le choix des multiples médians n'exonère pas l'expert indépendant de l'analyse de l'origine des extrêmes aux bornes de l'échantillon.

5.4 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

La mise en œuvre de la méthode analogique des comparables boursiers permet, dans le cas de l'application de multiples de valeur d'entreprise, de déterminer la Valeur d'Entreprise (VE) de la société à évaluer. En revanche, il convient d'effectuer des retraitements sur la valeur de l'actif économique pour obtenir la Valeur des Capitaux Propres (VCP) de la société.

L'Expert indépendant appliquera en général les mêmes retraitements que ceux retenus dans d'autres approches de valorisation, comme le DCF, après avoir apprécié la cohérence de ces retraitements avec les éléments susceptibles d'avoir déjà été pris en compte dans la valeur d'entreprise des comparables boursiers (retraitements similaires à ceux effectués pour passer de la capitalisation boursière à la valeur d'entreprise des sociétés comparables).

VCP = VE

- Endettement financier net
- Intérêts minoritaires

+ le cas échéant : valeur de marché nette d'impôt sur les sociétés pouvant être obtenue des actifs non nécessaires à l'exploitation.

⁷⁶ Cette donnée peut s'avérer difficile à obtenir sur une base prévisionnelle.

L'endettement financier net s'entend de l'ensemble des dettes bancaires, le cas échéant cotées, diminuées du montant de la trésorerie disponible, de la valeur des options de couverture éventuelles et des autres instruments financiers. Le calcul de l'endettement financier net, doit être cohérent, en termes de prises en compte de la dette liée aux obligations locatives, avec l'agrégat retenu.

Peuvent également être considérés comme des dettes :

- certains passifs financiers non attachés à l'exploitation provenant de compléments de prix (*earn-out*), d'options de ventes... ; ou
- des provisions présentant le caractère de dettes.
- Les actifs non nécessaires à l'exploitation peuvent être constitués par :
 - des actifs financiers (titres de participation non consolidés, prêts, créances, titres mis en équivalence et non considérés comme directement liés à l'exploitation) ;
 - des actifs destinés à être cédés ;
 - des impôts différés actifs liés aux reports déficitaires.

Cependant, dans la méthode des comparables boursiers, la valeur de marché des actifs non nécessaires à l'exploitation ne fait pas l'objet de retraitements systématiques, dans la mesure où les capitalisations boursières des comparables peuvent également intégrer ces données.

6. Application d'une décote de taille et/ou d'illiquidité

6.1 Groupe de travail SFEV77 « Primes et décotes » (2018)

Par référence aux travaux menés en 2018 par le groupe de travail de la SFEV sur les primes et décotes, « *La plupart des décotes et des primes appliquées en évaluation sont issues de niveaux constatés sur le marché boursier ou lors de transactions, mais elles peuvent perdre au fil du temps ce lien à une référence documentée ou être sujettes à critiques lorsqu'elles sont utilisées dans des contextes inappropriés.* »

Selon le groupe de travail de la SFEV, lorsqu'il s'agit d'évaluer une société cotée, les décotes d'illiquidité et de taille sont généralement le reflet d'une même réalité, et « *le niveau de la décote ne devrait pas en conséquence résulter de l'addition de pourcentages non isolément justifiés, qui pourrait conduire à des réductions de valeur excessives.* »

6.2 Décotes de taille

6.2.1 Existence et définition de la décote de taille

L'utilisation d'une décote de taille, selon le groupe de travail de la SFEV, demeure justifiable, en considérant que :

- *Le nombre et la diversité des analyses empiriques en la matière, conduites sur différents marchés et sur différents horizons temporels, constatent dans leur majorité l'existence d'un rendement ajusté du risque supérieur pour les sociétés de petite taille, quels qu'en soient les facteurs sous-jacents ;*

⁷⁷ Société française des évaluateurs. Des extraits du document « Primes et décotes » établi par le groupe de travail de la SFEV sont fournis dans la présente synthèse. Une lecture du document complet est nécessaire à une bonne appréhension du sujet : « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières », juin 2018 (actualisation de l'étude sur le même thème réalisée en 2008).

- Les controverses émises à propos de la décote de taille, bien que soulignant certaines limites dans sa quantification, ne parviennent néanmoins pas à démontrer l'absence d'une exigence de rendement ajusté du risque supérieur pour les sociétés de petite taille ;
- La décote de taille recouvre un effet taille per se, ou qu'elle soit le reflet d'autres éléments corrélés à la taille, elle demeure un ajustement permettant d'appréhender certains risques qui semblent imparfaitement reflétés par le modèle traditionnel du MEDAF » [page 29].

« Le fait que les professionnels de l'évaluation y aient régulièrement recours atteste de son utilité pour l'estimation de taux de rendement exigés jugés pertinents par les évaluateurs. Toutefois, le praticien se doit de considérer également ses limites afin de définir la décote de taille appropriée, en particulier :

- La décote de taille est susceptible d'être le reflet d'autres facteurs corrélés à la taille, telles qu'une moindre liquidité notamment, ou de facteurs déjà appréhendés par ailleurs. Il convient donc d'être attentif à la cohérence entre la décote de taille d'une part, et les risques déjà reflétés dans les flux de trésorerie ou au travers d'autres décotes d'autre part, afin d'éviter tout double comptage de ces facteurs ;
- Si la décote de taille est généralement mesurée par rapport à la capitalisation boursière ou à d'autres mesures de la taille des sociétés, son application ne doit pas pour autant en devenir automatique sur le seul fondement de l'indicateur retenu. L'appréciation du degré d'exposition aux différents facteurs sous-jacents à la décote de taille demeure indispensable à la justification de son application.

Ainsi, la décote de taille demeure une décote importante à considérer par l'évaluateur, mais une attention particulière doit être portée à l'analyse des risques appréhendés par son biais, et à sa cohérence eu égard aux facteurs retenus par ailleurs pour l'évaluation » [page 30].

6.2.2 Application aux approches par les multiples

Les études sur la décote de taille et les différentes ressources disponibles appréhendent généralement la décote de taille comme une composante du taux d'actualisation utilisé dans une évaluation par actualisation des flux de trésorerie. Pour autant, dès lors que l'on reconnaît l'existence d'une exigence de rendement supplémentaire liée à la taille, la question du traitement de ce facteur dans une évaluation par les multiples se pose légitimement.

« Une approche possible, si la composition de l'échantillon le permet, consiste par exemple à conduire une analyse de régression entre les paramètres de taille et de croissance des sociétés comparables et leurs multiples observés (en tenant compte dans la mesure du possible des autres variables explicatives des multiples : levier d'endettement, localisation géographique, bêta de l'actif économique, etc.).

En tout état de cause, on notera que l'application de la décote de taille dans le cadre d'une approche par multiples demeure moins fréquente et davantage soumise au jugement professionnel que dans le cadre d'une approche par actualisation des flux de trésorerie » [page 29].

On observe toutefois que des taux de décote, en général compris entre 20% et 30%, sont retenus par les experts indépendants dans le cadre de la méthode des comparables boursiers. Ces décotes sont observées notamment dans le cadre de l'évaluation de sociétés dotées d'une petite capitalisation boursière lorsque l'échantillon de comparables provient de sociétés affichant des capitalisations boursières beaucoup plus importantes.

6.3 Décotes d'illiquidité

Universitaires et praticiens s'accordent sur l'idée que l'incessibilité a un coût et qu'un actif cessible a une valeur plus importante qu'un actif non cessible. De nombreuses études académiques et professionnelles ont mis en évidence l'existence d'une décote pour absence de liquidité.

La norme IFRS 13 sur la juste valeur reconnaît par exemple l'existence d'une décote d'illiquidité (« *Discount for the lack of liquidity* »), et l'IVSC admet également l'existence de telles décotes (*Discount for Lack of Marketability* ou « DLOM », notamment).

Deux observations ressortent des nombreuses études empiriques réalisées sur le sujet de la liquidité, selon le groupe de travail de la SFEV « Primes et décotes » (cf. § 5.1) :

- les émissions de titres faisant l'objet de restrictions de cession s'effectuent à des prix décotés ;
- les transactions sur des sociétés non cotées sont réalisées à des prix plus faibles que celles sur des sociétés similaires cotées.

6.4 Synthèse

Même si les décotes de taille et d'illiquidité ont des fondements différents, le *distinguo* entre décote de taille et d'illiquidité n'est pas évident, et le cumul de ces deux types de décotes ne semble pas pertinent dans le cadre notamment d'une opération de marché.

7. Résultats de la méthode des comparables boursiers et recouplement avec les autres approches d'évaluation

7.1 Résultats de la méthode – fourchette de valeurs

La mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers permet au professionnel d'obtenir une fourchette de valeurs, fonction :

- des agrégats retenus pour la mise en œuvre de la méthode ;
- du millésime (année N, N+1, N+2, ...) des agrégats et des multiples observés.

L'Expert indépendant peut alors être amené à constater l'existence d'une fourchette de valeurs.

Il lui appartient alors de choisir les agrégats et le millésime qu'il considère comme les plus pertinents dans le cadre de son évaluation et de justifier les raisons l'ayant amené à retenir ces paramètres plutôt que d'autres, raisons pouvant être liées :

- à la moindre pertinence de certains agrégats (divergences dans les politiques d'investissements et d'amortissements...);
- à la présence d'éléments non récurrents dans certains millésimes ;
- à un moindre suivi par les analystes des sociétés de l'échantillon pour les exercices les plus éloignés dans le temps par rapport à la situation présente.

Le résultat auquel parvient l'expert indépendant par cette méthode est usuellement exprimé au travers d'une fourchette (cf. § 6.2), dont l'amplitude doit néanmoins être, autant que possible, restreinte (cf. § 6.3).

7.2 Étude de sensibilité de la valeur obtenue

La valeur ou fourchette de valeurs déterminée par la mise en application de la méthode des comparables boursiers repose sur plusieurs paramètres précédemment évoqués : multiple retenu, agrégat auquel est appliqué le multiple, décotes éventuelles.

L'AMF insiste sur l'importance que peut avoir l'analyse des hypothèses opérationnelles et de la sensibilité de la valeur à une variation de ces hypothèses : cf. étude du 13 novembre 2013 : « Etude sur les informations fournies au titre d'IAS 36 – Tests de dépréciation sur un échantillon de sociétés françaises et européennes »⁷⁸. Cette étude porte avant tout sur l'analyse des hypothèses opérationnelles dans le cadre de la mise en œuvre d'une méthode intrinsèque de valorisation (DCF), mais il en ressort que, quelle que soit la méthode d'évaluation retenue, les professionnels doivent nécessairement se poser la question de la sensibilité de la valeur obtenue aux paramètres sur lesquels elle se fonde.

À la différence de ce qui est indispensable pour une méthode intrinsèque de valorisation, la mise en œuvre d'une étude de sensibilité ne revêt pas un caractère systématique pour la méthode des comparables boursiers. Par exception, dans le cas de l'utilisation de décotes spécifiques, il peut cependant être utile de procéder à une étude de sensibilité du modèle de valorisation au niveau de décote appliquée à la valeur d'entreprise.

7.3 Recoupement avec les autres méthodes d'évaluation

L'approche d'évaluation multicritère, préconisée par l'AMF, consiste à évaluer la société en se référant à plusieurs critères ou à différentes méthodes de valorisation.

Le rapport Naulot et la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, cités en préambule (cf. § 0.2), réaffirment le principe de l'approche multicritère, préconisant la mise en œuvre de méthodes analogiques et intrinsèques et l'utilisation de références de valorisation permettant au professionnel de confronter son analyse à des indicateurs de valeur.

L'approche multicritère doit donc être utilisée pour garantir un regard croisé, en termes méthodologiques, sur la valeur. L'expert indépendant doit choisir (en justifiant son choix), parmi les valeurs obtenues, celles lui paraissant le mieux refléter les circonstances de la valorisation.

Des résultats très divergents entre les méthodes mises en œuvre doivent par ailleurs amener l'Expert indépendant à s'interroger sur les raisons de cette divergence et sur la cohérence des paramètres retenus dans les différentes méthodes. Un écart trop important entre les résultats obtenus au travers des différentes méthodes peut nécessiter que les raisons en soient explicitées, comme dans les cas suivants :

- sociétés en retournement, dont l'évaluation par la méthode DCF peut différer sensiblement de celle par la méthode des comparables boursiers ou transactionnels ;
- différence de maturité entre les sociétés de l'échantillon de comparables boursiers et la société à évaluer, pouvant entraîner là encore une divergence d'évaluation entre l'application de la méthode DCF et celle des comparables boursiers ;
- prise en compte d'une prime de contrôle, justifiée par la présence de synergies, dans le cadre de la méthode des transactions comparables.

En tout état de cause, l'Expert indépendant est amené à justifier le positionnement des valeurs finalement retenues dans l'intervalle délimité par l'approche multicritère qu'il se doit de mettre en œuvre.

⁷⁸ « Synthèse des réflexions menées par le groupe de travail d'observation de la Commission consultative « Emetteurs » de l'AMF sur les différences entre les normes comptables européennes et américaines et sur l'application des normes IFRS 8 et IAS 36 par les émetteurs français et européens ».

Annexe 1 : Définition du contrat de location simple selon US Gaap et principales différences entre IFRS 16 et US GAAP

La location simple est définie par la norme ASC 842 selon les termes suivants :

« An operating lease is a contract where an owner of an asset, referred to as the lessor, gives someone, the lessee, access to that asset. Typically, the lessee is able to use the asset for a period of time, which is less than the economic life of the asset, in exchange for the lessee making payments for an agreed upon period of time. »

Pour être classé comme un contrat de location-financement, celui-ci doit présenter un des cinq critères suivants :

- un transfert de propriété au loueur ;
- une option d'achat ;
- La valeur actuelle de la somme des loyers restant à payer représente la quasi-totalité de la juste valeur de l'actif ;

La nouvelle norme américaine ASC 842 a supprimé le critère chiffré de 90 % qui existait dans l'ancienne norme ASC 840-10-25 pour le classement d'un contrat de location en location simple ou location-financement, son guide d'application indique que l'application de ce seuil demeure une approche raisonnable (ASC 842-10-55-2).

- la durée du bail porte sur une grande partie de la durée de vie économique restant à courir de l'actif ;
- La norme ASC 842 a supprimé le critère chiffré de 75% qui existait dans la norme ASC 840.
- spécialisation de l'actif : l'actif sous-jacent est d'une nature tellement spécialisée qu'on ne s'attend pas à ce qu'il y ait d'autres utilisateurs que bailleur à la fin de la durée du bail.

Les autres principales différences entre la norme IFRS 16 et la norme ASC 842 concernent principalement :

- l'exemption des contrats de faible valeur (valeur de 5.000 USD) proposée dans la norme IFRS 16 n'existe pas en US GAAP ;
- les contrats de location des biens immatériels qui sont exclus de la norme ASC 842.

Annexe 2 : Participants au groupe de travail

Le présent chapitre a été initialement établi en 2018 par un groupe de travail composé des membres suivants :

- Olivier Grivillers (Crowe HAF)
- Maxime Hazim (Crowe HAF)
- Eric Le Fichoux (Advisorem)
- Enguerran de Crémiers (Duff & Phelps)
- Olivier Courau (Finexsi)
- Jean-Marc Brichet (Finexsi)
- Guillaume Giné (Grant Thornton)
- Hugues de Noray (Advolis)
- Edouard Loeper (Prorevise)

Il a fait l'objet d'une mise en jour, dans le cadre des travaux d'harmonisation des publications de l'APEI achevés en 2022 par un groupe de travail dont la composition est fournie en introduction, sur la base des propositions de quatre rapporteurs, à savoir :

- Armelle Deydier (Ricol Lasteyrie)
- Teddy Guerineau (Didier Kling Expertise & Conseil)
- Joëlle Lasry (Lasry Finance)
- Edouard Loeper (Prorevise)

G. Application de la méthode des « transactions comparables »

- État des lieux sur la méthode des transactions comparables.
- Constitution de l'échantillon et analyse des transactions comparables.
- Choix des multiples.
- Mise en œuvre de la méthode des transactions comparables.
- Synthèse – conclusion.

1. Introduction

La méthode analogique d'évaluation par les transactions comparables consiste à rechercher des références sur des transactions réalisées sur des sociétés considérées comme comparables, dont les multiples induits, calculés en rapportant un agrégat de valeur (valeur d'entreprise ou valeur des titres) à un agrégat de performance financière (EBITDA, résultat net...), vont être appliqués à ceux de la société à évaluer (ci-après, la « **méthode des transactions comparables** »).

Cette méthode repose sur les hypothèses suivantes :

- Les multiples calculés traduisent des attentes rationnelles des investisseurs concernant la croissance des résultats, la rentabilité des capitaux employés⁷⁹ et les risques non diversifiables mesurés au travers du taux d'actualisation des sociétés objets des transactions.
- Selon l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique, des actifs comparables en termes d'anticipation de croissance des résultats, de rentabilité des capitaux employés et des risques non diversifiables mesurés au travers du taux d'actualisation, doivent avoir le même prix.
- Il est possible d'identifier des sociétés objets de transaction disposant de caractéristiques comparables à la société évaluée.

Évaluer une société à partir de la méthode des transactions comparables suppose de suivre les étapes suivantes :

- constituer un échantillon pertinent (2.) ;
- choisir le(s) multiple(s) pertinent(s) (3.) ;
- mettre en œuvre la méthode des transactions comparables à partir du calcul du (des) multiple(s) pertinent(s) et de leur(s) application(s) (4.).

Au préalable, nous effectuerons un état des lieux de la méthode des transactions comparables (1.).

La partie 5 présente la conclusion du présent document.

2. État des lieux sur la méthode des transactions comparables

À l'instar de la plupart des méthodes d'évaluation, la méthode des transactions comparables n'est pas régie par une réglementation ou une norme spécifique, tant en ce qui concerne sa définition, ses principes sous-jacents ou les modalités de sa mise en œuvre.

Il n'existe pas, en effet, de corpus réglementaire ou normatif propre à cette méthode d'évaluation.

En revanche, différents organismes ont émis des recommandations relatives à la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables dont l'AMF⁸⁰ et la CNCC⁸¹ au niveau français, et des associations professionnelles telles que l'IVSC⁸², l'IPEV⁸³ et l'IASB⁸⁴ au travers des normes IFRS⁸⁵ au niveau international.

⁷⁹ Qui peut être décomposée entre la profitabilité opérationnelle et l'intensité capitalistique (ou réciproquement la rotation des capitaux engagés).

⁸⁰ Autorité des Marchés Financiers.

⁸¹ Compagnie nationale des commissaires aux comptes

⁸² International Valuation Standards Committee.

⁸³ International Private Equity Valuation.

⁸⁴ International Accounting Standards Board.

⁸⁵ International Financial Reporting Standards.

2.1 Recommandations AMF

La recommandation AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, mise à jour en février 2020, réaffirme le principe selon lequel la société visée par l'offre ou qui réalise une augmentation de capital doit faire l'objet d'une évaluation à partir d'une approche multicritères impliquant, notamment, « *l'utilisation des approches analogiques* » définies de la manière suivante (article 3.1) : « *les approches analogiques consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées, soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été rendues publiques* ».

S'agissant plus particulièrement de la méthode des transactions comparables, la recommandation précise à son article 3.23 que « *l'expert indépendant s'assure notamment que les sociétés de l'échantillon sont suffisamment comparables en termes de risque, de rentabilité et de croissance ; que les multiples tiennent compte des spécificités de l'entreprise et des comparables à évaluer ; [...] que la méthode des transactions comparables est utilisée avec un échantillon de transactions récentes, d'autant plus récentes que la valorisation du marché boursier aura pu évoluer fortement au cours des deux dernières années.* »

2.2 Guide de la commission évaluation de la CNCC

La commission évaluation de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC) a publié en 2016 un ouvrage intitulé « *L'évaluation financière expliquée : principes et démarches* », dans lequel il est indiqué notamment les éléments suivants, concernant la méthode des transactions comparables :

Cette méthode « *doit être utilisée avec un échantillon de transactions récentes* », et « *pour s'appuyer sur des valeurs ressortant de transactions isolées incluses dans un échantillon, il convient de s'assurer qu'elles ont été consenties librement.* »

Concernant la prise en compte éventuelle d'une prime de contrôle dans le calcul, la commission attire l'attention sur le fait que :

- « *la méthode des transactions comparables intègre en général une prime de contrôle* », et qu'il convient donc de ne pas intégrer deux fois la prime dans la valeur.
- « *Cette approche est utile pour mesurer la valeur dans une situation de changement de contrôle (le multiple intègre donc une prime de contrôle)* ».

L'ouvrage cite les précautions à prendre suivantes :

- *privilégier les transactions ayant porté sur une part significative du capital ;*
- *retraiter les données de base pour tenir compte d'éléments tels que les engagements de retraite, les provisions pour risques et charges, les participations mises en équivalence, les intérêts minoritaires dans certaines filiales, etc. (ou veiller, dans la mesure du possible, à ce que les données provenant de sources extérieures aient été retraitées) ;*
- *privilégier les transactions payées en numéraire et être vigilant pour celles payées en titres qui sont plus difficiles à analyser ;*
- *porter une attention particulière à l'impact d'une éventuelle prime de contrôle dans certaines transactions de référence, qui peut notamment intégrer la valeur des synergies attendues par l'acquéreur ;*

- vérifier que le prix affiché d'une transaction comparable n'est pas biaisé par des clauses particulières, même s'il s'agit d'une transaction en numéraire, par exemple :
 - ✓ une clause d'earn out (complément de prix) à venir,
 - ✓ un engagement de rachat des minoritaires,
 - ✓ une charge de personnel intégrée dans le prix.

Par ailleurs, « dans les contextes de crise, l'application de cette méthode se révèle délicate » et parfois même « quasi impossible ».

Selon la CNCC, les erreurs à éviter sont :

- « retenir des transactions trop éloignées dans le temps ;
- retenir un échantillon très large, en négligeant le caractère comparable par rapport à la société évaluée ;
- ne pas tenir compte du contexte des transactions comparables (concentration, synergies attendues...) ;
- ne pas tenir compte de la croissance attendue à la date d'acquisition ;
- ne pas prendre en compte la structure de l'actionnariat (société cotée ou non, proportion du capital sur le marché, existence d'actionnaires de référence dominants ou d'un pacte d'actionnaires...) ;
- ne pas tenir compte de situations spécifiques comme des contraintes réglementaires (industries à risque, blocage de la trésorerie dans certains pays, etc.), un actif fiscal... ».

2.3 Recommandations internationales

2.3.1 Recommandations de l'IVSC

L'IVSC a pour principal objectif d'accroître la confiance du public dans les processus d'évaluation, en créant un cadre conceptuel pour des évaluateurs formés de façon appropriée. Les normes internationales d'évaluation (*International Valuation Standards* « IVS ») sont des recommandations destinées à être utilisées dans le cadre de missions d'évaluation utilisant les concepts et principes généralement reconnus et favorisant la transparence et la cohérence dans la réalisation de ces missions.

Concernant la méthode des transactions comparables, l'IVSC émet dans ses *International Valuation Standards 2022* (« IVS 2022 ») un certain nombre de recommandations sur la pertinence du choix des transactions comparables à sélectionner (date récente de la transaction, conclue « à des conditions de pleine concurrence » entre parties indépendantes ; informations suffisantes sur la transaction, pour en analyser les paramètres, et provenant d'une source fiable et de confiance). L'évaluateur doit analyser les principales différences entre les transactions comparables retenues et l'actif à évaluer afin de procéder, le cas échéant, aux ajustements qui s'imposeraient (âge, taille, rentabilité, croissance historique et prévue ; restrictions qui pèsent sur l'actif à évaluer ou sur les actifs comparables...).

L'IVSC indique également que des primes et décotes sont utilisées pour tenir compte des différences entre l'actif à évaluer et les transactions comparables sélectionnées (décotes d'illiquidité, primes de contrôle ou décote pour absence de contrôle)⁸⁶.

⁸⁶ Cf. notamment document de la SFEV « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières – 2018 ».

2.3.2 International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (« IPEV »)

En 2005, l'*International Private Equity and Venture Capital (IPEV)* a publié les « *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines* » en généralisant l'usage de la « juste valeur » (« Fair Value ») au sein de la communauté du capital investissement. La dernière mise à jour de cette publication date de décembre 2022.

Parmi les approches d'évaluation présentées, l'Approche de Marché (« *Market Approach* ») par la Technique des Multiples (« *Multiples Technique* ») y est préconisée lorsque la valorisation d'une société peut être réalisée par comparaison de multiples entre des sociétés de même secteur.

Dans la dernière édition de décembre 2022, le guide IPEV précise que le choix de l'agrégat (multiple de chiffres d'affaires, d'EBITDA, d'EBITA, d'EBIT ou de résultat net par exemple) doit être réalisé en fonction de la taille, de l'âge/maturité, de l'industrie, de la localisation géographique, du profil de risque, et des perspectives de croissance des résultats de la société.

L'IPEV indique notamment que pour les sociétés qui ont des revenus nets stables dans le temps, il peut être approprié d'utiliser des multiples assis sur la rentabilité (EBITDA, EBIT, résultat net). Pour les entreprises venant de s'établir sans rentabilité suffisante ou encore pour des sociétés en pertes, ces multiples ne sont pas pertinents et un multiple de chiffre d'affaires (CA) pourrait être retenu. L'IPEV indique par ailleurs que l'utilisation de multiples de résultat net (P/E) implique que les sociétés aient des structures financières similaires.

L'IPEV rappelle également que le multiple retenu et l'agrégat auquel il est appliqué doivent être cohérents en termes de période (multiple de données historiques ou prévisionnelles), et que les règles et méthodes comptables doivent être homogènes (comptabilisation des frais de R&D, évolution de la réglementation concernant les locations et la reconnaissance du chiffre d'affaires...).

Enfin, l'IPEV développe la notion d'étalonnage ou de calibrage (« *calibrating* ») des données retenues pour l'évaluation. Le principe est que lorsque le prix d'un investissement initial est jugé représentatif de sa juste valeur, les techniques d'évaluation pour estimer ultérieurement cette juste valeur se basent sur les données de marché à la date à laquelle l'investissement a été effectué. Ce processus est appelé l'étalonnage (calibration). Il valide les techniques d'évaluation utilisées à la date de la transaction pour déterminer la juste valeur à l'origine puis considère que les techniques d'évaluation utilisant les mêmes données de marché actualisées à chaque date d'évaluation ultérieure permettront de déterminer une juste valeur à chacune de ces dates⁸⁷.

L'ensemble de ces recommandations s'appliquent à la méthode des transactions comparables comme à celle des comparables boursiers. Lorsque les deux méthodes sont mises en œuvre, les différences de multiples induits sont expliquées.

Concernant la méthode des transactions comparables récentes, parfois considérée la plus pertinente, les points d'attention suivants sont relevés :

- l'absence de données financières prospectives et d'informations précises permettant d'identifier et d'ajuster les différences avec l'actif à évaluer ;
- la fiabilité et la transparence des résultats déclarés généralement inférieures à celles des sociétés cotées ;

⁸⁷ Pour reprendre l'exemple détaillé au paragraphe 2.6 du Guide IPEV du mois de décembre 2022, si on constate qu'un investissement est réalisé sur la base d'un multiple de 10x l'EBITDA, alors que les comparables boursiers sont valorisés sur la base d'un multiple de 12x, il sera nécessaire de s'interroger sur la manière de tenir de cette différence initiale de multiple lors d'une réévaluation de l'investissement où l'on observe, par exemple, que les comparables ont vu leur multiple de valorisation augmenté à 15x.

- le temps qui s'est écoulé depuis la négociation ou la réalisation de la transaction ;
- l'impact des questions de réputation, telles que les critères ESG ;
- le manque d'informations fiables sur le prix de la transaction.

Si le marché est particulièrement perturbé ou volatile, l'évaluateur pourra écarter la méthode des transactions comparables, même si la transaction est très récente.

L'IPEV a également publié le 31 mars 2020 un document (« Special Valuation Guidance ») sur l'estimation de la juste valeur dans un contexte de crise et d'incertitude. Il y est notamment rappelé que :

- les aides de l'Etat ne doivent être prises en compte dans les agrégats financiers que si elles sont concrétisées (ou si la société a une assurance raisonnable de les obtenir) ;
- une attention particulière doit être portée aux éventuels doubles-comptages dans le cas où les agrégats financiers de la cible ont déjà été ajustés pour tenir compte de la baisse des performances futures ;
- le contexte de crise et d'incertitude influe sur le marché dont les acteurs auront tendance à anticiper un niveau de risque plus important avec un rendement attendu majoré, soit des valeurs d'actifs réduites ;
- dans ce contexte particulier de crise, il est déconseillé de retenir les transactions récentes (en particulier celles antérieures à la pandémie) comme référence pour déterminer la juste valeur.

2.3.3 International Financial Reporting Standards (« IFRS »)

La norme IFRS 13 sur l'introduction de la « juste valeur » (« *Fair Value* ») en 2011 a eu un impact important au sein de la communauté des évaluateurs.

La norme indique que « *la juste valeur est une mesure fondée sur le marché* », qui se définit comme « *le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif dans une transaction normale sur le marché principal (ou le marché le plus avantageux) à la date d'évaluation dans les conditions actuelles du marché (c'est à dire un prix de sortie), que ce prix soit directement observable ou estimé selon une autre technique d'évaluation* »⁸⁸.

La norme IFRS 13 ne recommande pas l'utilisation de méthodes de valorisation en particulier mais indique que « *la juste valeur est une mesure fondée sur le marché* », et qu'en l'absence de prix observable « *l'entité détermine la juste valeur à l'aide d'une autre technique d'évaluation qui maximise l'utilisation des données observables pertinentes et minimise celle des données non observables* »⁸⁹.

Cette hiérarchie place au plus haut niveau les prix cotés (sans ajustement) sur des marchés actifs pour des actifs ou des passifs identiques (1^{er} niveau), puis l'utilisation de données observables autres que des prix cotés de l'actif ou du passif considéré (2^{ème} niveau), et enfin au niveau le plus bas, les données non observables sur un marché (3^{ème} niveau).

Le 2^{ème} niveau correspond notamment aux transactions portant sur des actifs similaires, c'est-à-dire l'application des multiples de valorisation observés pour des sociétés comparables cotées en bourse ou ayant fait l'objet d'une transaction récente. Il est précisé que l'appréciation du degré de comparabilité d'une transaction récente nécessite une bonne connaissance des facteurs clés contribuant à la valeur de l'actif, et donc une compréhension du secteur.

⁸⁸ Traduction officielle du §24 de la norme IFRS 13 Evaluation de la juste valeur (*Fair value measurement*).

⁸⁹ Traduction officielle du §3 de la norme IFRS 13 Evaluation de la juste valeur (*Fair value measurement*).

Par ailleurs, la fondation IFRS (« *IFRS Foundation* ») a publié en décembre 2012⁹⁰ des recommandations et des exemples d'utilisation (« *Illustrative examples to accompany IFRS 13 Fair Value Measurement* ») concernant notamment la méthode des comparables de marché (sociétés cotées et transactions comparables). Ces recommandations concernent notamment l'appréciation du degré de comparabilité entre le comparable retenu et l'actif à évaluer en termes de capacité à générer des cash flows, de croissance attendue et de profil de risque (« *risk, growth and cash flow generating potential* »), pour éviter un trop grand nombre d'ajustements sur les multiples obtenus, et le soin à apporter au choix de l'agrégat comptable le plus pertinent pour le calcul du multiple.

Ces recommandations invitent également à s'interroger sur l'éventuelle nécessité de procéder à des ajustements par exemple pour (i) éliminer une prime de contrôle (« *Non-controlling interest discount* »), tenir compte de différences de liquidité (« *Discount for the lack of liquidity* »)⁹¹, (ii) ou de profil de risque, (iii) retraiter une divergence de croissance attendue ou l'activité (produits, couverture géographique...), (iv) normaliser les performances ou (v) enfin tenir compte d'actifs hors exploitation.

2.4 Synthèse des points clés

En synthèse, les bonnes pratiques issues de ces travaux sont les suivantes :

Sur le choix des transactions comparables :

- retenir dans l'échantillon de transactions, des sociétés qui sont suffisamment comparables en termes de risque, de rentabilité et de croissance ;
- privilégier des transactions récentes et consenties librement ;
- fiabiliser l'information sur les paramètres de la transaction ;
- privilégier les transactions payées en numéraire ;
- prendre en considération le contexte de la transaction (concentration, synergies attendues...) et s'assurer que le prix n'est pas biaisé par des clauses particulières (*earn-out*, engagement de rachat de minoritaires...);
- porter une attention particulière sur la prime de contrôle qui peut déjà être incluse dans le prix de transaction.

Sur les agrégats financiers à retenir :

- choisir l'agrégat (Chiffre d'affaires, EBITDA, EBITA, EBIT, Résultat net...) en fonction notamment de la maturité et de la rentabilité de la société après avoir vérifié l'homogénéité des principes comptables ;
- s'assurer de la cohérence de période entre la transaction et l'agrégat auquel il est appliqué.

⁹⁰ Mis à jour en février 2013.

⁹¹ Cf. notamment document de la SFEV « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières – 2018 ».

3. Constitution de l'échantillon et analyse des transactions comparables

3.1 Approche méthodologique

3.1.1 Identification d'un premier échantillon provisoire à partir des critères de tri des bases de données en retenant des indicateurs clefs

Comme dans la méthode des comparables boursiers⁹², l'élaboration de l'échantillon de transactions comparables constitue l'élément critique de la mise en œuvre de la méthode, car plus l'échantillon sera représentatif de la société à évaluer plus les résultats obtenus seront pertinents.

L'échantillon est constitué en plusieurs étapes au cours desquelles l'analyse menée par l'évaluateur permet d'affiner le degré de comparaison.

Dans un premier temps, l'expert indépendant constitue un échantillon provisoire à partir de bases de données financières et de transactions comparables selon des critères qu'il a identifiés lors de son analyse de la société à évaluer et de l'opération conduisant à la réalisation de l'expertise indépendante ; il s'agit en particulier :

- du secteur d'activité ;
- de la zone de présence géographique ;
- du positionnement concurrentiel sur le marché considéré ;
- de la taille mesurée au travers du montant de la transaction ou d'agrégats reflétant l'importance de l'activité (chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT) ;
- de la date de réalisation de la transaction ;
- du pourcentage du capital sur lequel porte la transaction notamment pour distinguer les opérations majoritaires et minoritaires ;
- de critères permettant d'identifier s'il peut être anticipé que la transaction génèrera des synergies (identité de l'acquéreur et notamment son caractère stratégique ou financier, informations sur la réalisation de synergies...).

D'autres critères peuvent être pris en compte pour limiter le nombre de comparables ressortant de ce premier tri.

Dans un second temps, l'expert indépendant compare les caractéristiques de l'échantillon à la société à évaluer.

3.1.2 Analyse de l'échantillon provisoire afin de circonscrire un échantillon pertinent

Les sociétés, constituant l'échantillon provisoire, font l'objet de travaux d'analyse sur la base de l'information publique disponible pour chacune d'entre elles (informations réglementées, rapports annuels, communications financières, articles de presse...).

Cette analyse s'appuie sur la connaissance des caractéristiques de la société à évaluer à partir desquelles l'expert indépendant apprécie la pertinence de l'échantillon. Elle doit être la plus approfondie possible et requiert un esprit critique de la part du professionnel, car elle conduira *in fine* à la détermination de

⁹² Cf. Recueil des notes relatives à l'expertise indépendante publiée par l'APEI, chapitre F sur les comparables boursiers, 2023.

l'échantillon pertinent qui servira de base à la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables. La pertinence des résultats obtenus dépend de la disponibilité des informations sur les bases de données et de la qualité de l'analyse qui a été effectuée pour circonscrire cet échantillon.

3.2 Construction d'un échantillon provisoire

3.2.1 Identification des facteurs clefs de sélection

3.2.1.1 Périmètre géographique/secteur d'activité pertinent en fonction des caractéristiques de la société à évaluer

Le secteur d'activité est un critère de sélection déterminant compte tenu des particularités propres à chaque industrie.

Au-delà des secteurs spécifiques tels que le secteur financier (banque et assurance notamment) et le secteur immobilier qui conduiront à privilégier des multiples sectoriels spécifiques (cf. § 3.1.4), chaque secteur possède ses propres caractéristiques en termes de (i) perspectives de croissance en fonction du degré de la maturité du marché et de l'environnement concurrentiel, (ii) niveau de rentabilité opérationnelle en fonction des conditions d'exploitation, (iii) intensité capitalistique et (iv) politique de financement reflétée dans les données financières.

En sus de ces spécificités sectorielles, il convient de tenir compte des différences pouvant exister entre les zones géographiques en termes de maturité du marché, d'environnement concurrentiel, de particularités locales, de réglementation nationale et de données macroéconomiques, telles que l'évolution du PNB ou le taux d'inflation et de risques liés à l'exercice d'une activité dans une zone (risque de guerre, d'expropriation, de mise en place de contrôle de changes...).

Ces analyses sectorielles pourront être conjuguées avec la prise de connaissance des positionnements concurrentiels sur les marchés considérés.

Il convient en conséquence de veiller à la comparabilité des agrégats des sociétés identifiées et de retraiter les facteurs susceptibles de fausser l'analyse notamment par l'application de normes comptables (par exemple, la norme IFRS 16 ou son équivalent américain la norme ASC 842, ou les différences sur l'activation des frais de recherche et développement) ou par le choix offert par ces normes (par exemple, la CVAE ou les frais de restructuration en normes IFRS).

3.2.1.2 Taille des comparables par référence à celle de la société à évaluer

La notion de taille des sociétés (exprimée à partir d'agrégats d'activité comme le chiffre d'affaires ou appréhendée au travers de la valeur d'entreprise ou des titres cristallisée par la transaction) revêt également une importance dans la construction de l'échantillon de comparables, car il s'agit d'un facteur pouvant fausser la comparaison.

La taille peut avoir une incidence non seulement sur les agrégats, notamment la rentabilité opérationnelle (moindre capacité à absorber les coûts fixes pour les sociétés de petite taille), mais également sur la valorisation de la société objet de la transaction, suivant le constat que le coût des fonds propres des entreprises de petite taille intègre généralement une prime trouvant son fondement dans divers facteurs (liquidité, moindre diversification...⁹³).

En pratique, il convient de retenir un échantillon de sociétés de taille équivalente et, à défaut, si l'échantillon ne peut être constitué que de sociétés de tailles différentes, apporter les corrections nécessaires en les justifiant.

⁹³ SFEV, Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières, 2018.

3.2.1.3 Date de réalisation de la transaction

Comme indiqué précédemment, le travail de constitution de l'échantillon vise à obtenir des transactions portant sur des sociétés dont les caractéristiques (perspectives de croissance, niveau de profitabilité opérationnelle, intensité capitalistique, risque mesuré au travers du taux d'actualisation) sont suffisamment proches de la société à évaluer pour que le multiple observé puisse s'appliquer à elle.

Or, chaque activité connaît dans le temps des variations dans ses perspectives de croissance, notamment en fonction du positionnement des produits dans leur cycle de vie, du cycle économique ou de l'évolution de l'environnement concurrentiel.

En pratique, deux approches sont observées sur les missions d'expertise indépendante concernant la durée de la période sur laquelle des transactions comparables sont retenues.

La première consiste à retenir des transactions récentes. Elle présente l'avantage que les caractéristiques du secteur n'auront vraisemblablement que peu varié à la date d'évaluation. Son inconvénient est qu'elle peut incorporer des transactions intervenues à des moments particuliers d'un cycle économique.

À titre d'exemple, il conviendra d'analyser avec prudence les multiples observés sur les transactions effectuées pendant la période du Covid.

La seconde consiste à retenir un échantillon sur une période longue. Elle présente l'avantage de lisser les effets sur les multiples des cycles économiques. Son inconvénient est que les caractéristiques du secteur peuvent avoir significativement évolué au cours de cette période

À titre exemple, les multiples ont tendance à diminuer dans un secteur en forte croissance au fur et à mesure où cette dernière se normalise. Il en résulte que les multiples observés sur des transactions anciennes d'un secteur en croissance pourraient se révéler peu pertinents.

Au regard des avantages et inconvénients liés à la durée de la période sur laquelle des transactions sont retenues, un échantillon de transactions récentes pourrait être privilégié sauf si des événements spécifiques ne permettent pas de disposer de données homogènes entre la société à évaluer et les sociétés de l'échantillon.

3.2.1.4 Facteurs fournissant des informations sur la possible inclusion de synergies dans le prix payé et les multiples calculés

La concurrence existant sur le marché du contrôle aboutit, en théorie, à ce que l'acquéreur d'une société intègre dans le prix qu'il offre une fraction des synergies qu'il anticipe⁹⁴ à l'exclusion notamment des situations suivantes :

- les synergies sont tellement spécifiques à un seul acheteur que même la mise en œuvre d'un processus concurrentiel de cession n'aboutit pas à ce qu'elles soient partagées avec le vendeur ;
- l'acquéreur ne dispose pas d'actifs complémentaires avec celui de la société acquise susceptibles de générer des synergies⁹⁵ ;
- la transaction est payée en titres de telle sorte que les actionnaires de la cible bénéficient des synergies grâce aux titres reçus ;
- la transaction porte sur une fraction minoritaire du capital ne permettant pas à l'acquéreur de mettre en place les politiques susceptibles d'aboutir à la matérialisation de synergies.

⁹⁴ Cf. Recueil des notes relatives à l'expertise indépendante publiée par l'APEI, chapitre G sur les synergies, 2023.

⁹⁵ Cela peut être, par exemple, le cas d'un acquéreur financier qui ne dispose pas d'ores et déjà dans son portefeuille de sociétés dans le même secteur d'activité.

Deux situations peuvent être distinguées :

- le multiple capture une fraction des synergies tandis qu'il est rapporté à un agrégat obtenu préalablement à la matérialisation des synergies⁹⁶ ;
- le multiple n'est pas impacté par des synergies car (i) les circonstances de la transaction (identité de l'acquéreur, absence de prise de contrôle...) n'ont pas conduit à ce qu'elles soient incluses dans le prix payé ou (ii) le prix payé et les agrégats de calcul intègrent des synergies car l'acquéreur avait déjà le contrôle de telle sorte qu'il a pu mettre en œuvre des synergies à la date de la transaction.

Aussi, il convient d'examiner si les multiples sont impactés par des synergies afin d'adapter l'échantillon de transactions au contexte de l'évaluation.

En tout état de cause, il ne paraît généralement pas pertinent d'ajuster des multiples impactés à la hausse par la prise en compte de synergies à partir de la prime d'offre⁹⁷ moyenne observée sur des études portant sur des offres publiques afin d'obtenir des multiples de transaction sans synergies⁹⁸ (ou réciproquement) car une telle approche pourrait ne pas :

- intégrer la dispersion des primes d'offre observées sur les offres publiques⁹⁹ ;
- tenir compte du besoin d'isoler la part des synergies dans les primes d'offre observées sur les transactions publiques¹⁰⁰ ;
- ajoutons que l'identification d'une prime d'offre n'est pas possible dans les transactions privées.

3.2.1.5 Informations disponibles

Les transactions susceptibles de constituer l'échantillon portent, dans la majorité des cas, sur des sociétés privées pour lesquelles le niveau d'information disponible est souvent limité. L'expert indépendant est alors confronté à un double défi consistant à obtenir :

- des informations suffisantes sur les caractéristiques de la société acquise pour vérifier sa comparabilité avec la société à évaluer ;
- des informations fiables sur les agrégats de la transaction pour calculer le(s) multiple(s) induits.

Le niveau d'informations disponibles sur une transaction et sa fiabilité constitue alors un critère d'inclusion d'une transaction identifiée dans l'échantillon.

Plus largement, la méthode des transactions comparables pourra ne pas être retenue ou pourra disposer d'une portée variable (à titre principal, à titre secondaire / de recoupement, à titre information) selon la qualité des informations disponibles¹⁰¹.

⁹⁶ La pratique la plus courante consiste, en effet, à rapporter le prix payé à l'agrégat (i) du dernier exercice clos précédant la transaction et / ou (ii) des 12 derniers mois à la date de réalisation de la transaction et / ou (iii) de l'exercice de réalisation de la transaction et / ou (iv) rarement d'exercices prévisionnels (cf. 4.1.1).

⁹⁷ Cf. Recueil des notes relatives à l'expertise indépendante publiée par l'APEI, chapitre G sur les synergies, 2023.

⁹⁸ Soit d'effectuer un calcul du type : multiple impacté par l'existence d'une prime de contrôle / (1 + Prime moyenne observée sur une étude).

⁹⁹ Le principal enseignement à retenir des études sur les primes d'offre ne correspond pas tant à leur niveau moyen qu'à leur dispersion autour de cette moyenne. Dans ce contexte, retenir une moyenne inconditionnelle observée sur un échantillon ne permet pas de tenir compte de la complexité des situations existantes. A l'inverse, il est possible de retraiter un multiple d'une décote de taille car les études sur le sujet offrent la possibilité d'utiliser non pas une valeur moyenne unique mais une valeur moyenne ajustée à la taille de la société évaluée.

¹⁰⁰ La prime d'offre observée dans les offres publiques peut incorporer (i) la différence entre le cours de course et la valeur intrinsèque standalone, (ii) une fraction des synergies et (iii) un effet d'excès de confiance ou d'hubris (la tendance à surpayer une acquisition par excès de confiance sur les perspectives de l'opération, pour ne pas renoncer à une acquisition face à la résistance de la cible ou aux surenchères d'un concurrent...).

¹⁰¹ Cf. Recueil des notes relatives à l'expertise indépendante publiée par l'APEI, sur la hiérarchisation des critères 2023.

3.2.2 Étendue de l'échantillon

3.2.2.1 Nombre de références suffisant pour être pertinent

L'approche analogique fondée sur l'appréciation de la valeur d'une société en fonction de ses principales références sectorielles suppose que l'échantillon retenu soit représentatif du secteur concerné. La notion de représentativité dépend notamment du nombre de références obtenues mais surtout de la qualité de l'information disponible permettant de vérifier la bonne comparabilité en termes d'activité, de taille, de transactions, et de déterminer des multiples.

Ainsi, un échantillon composé de peu de sociétés au degré de comparabilité élevé peut être privilégié à un échantillon large au degré de comparabilité limité.

Dans le cas où le nombre de références comparables est, toutefois, jugé insuffisant, le professionnel peut élargir ses critères de sélection. La pertinence des résultats obtenus sera à mettre en regard du fait que l'élargissement des critères peut se faire aux dépens de la précision requise pour garantir la fiabilité des résultats selon cette approche.

La mise en œuvre de la méthode s'appuie sur l'utilisation de ces multiples. Usuellement il est procédé au calcul du multiple moyen et du multiple médian de l'échantillon (voir paragraphe 2.3.5).

En l'absence de règle établie sur la taille de l'échantillon, il revient à l'expert indépendant :

- d'en apprécier le caractère représentatif ou non ;
- de juger si cette méthode est pertinente ou non.

3.2.2.2 Dispersion des multiples obtenus en première approche

La dispersion des multiples obtenus nécessite de s'interroger sur ce constat. Elle requiert une analyse pour en identifier les causes et s'assurer de la pertinence des résultats. L'expert indépendant pourra ajuster l'échantillon provisoire après avoir analysé les données susceptibles de fausser les résultats.

3.3 Détermination de l'échantillon pertinent

3.3.1 Informations pouvant être collectées sur les transactions comparables

Dans le cadre de ses travaux d'analyse des sociétés composant l'échantillon de référence sur lequel sera construite l'approche analogique, l'expert indépendant pourra consulter l'information publique disponible susceptible de documenter son étude, d'avoir la connaissance la plus complète des sociétés retenues ou de justifier d'en avoir écarté d'autres (§ 2.4).

La liste, ci-après, est indicative. L'étendue des diligences menées sera appréciée par l'expert indépendant selon son jugement professionnel.

3.3.1.1 Rapport financier annuel et document d'enregistrement universel (ou équivalent : 10K aux États-Unis par exemple) contemporains la date de la transaction

Le document d'enregistrement universel est une source d'information utile pour comprendre l'activité récente d'une société cotée ayant fait l'objet d'une transaction, sa stratégie opérationnelle, les évolutions observées historiquement et ses caractéristiques en termes de positionnement sur ses marchés notamment et bien évidemment sa situation financière et ses agrégats de performance financière.

Il permet également d'identifier (i) les éléments à prendre en compte dans le passage entre la valeur des fonds propres induit par la transaction et la valeur d'entreprise sous-tendant le calcul des multiples et (ii) les éléments permettant le retraitement des agrégats pour des besoins d'harmonisation comptable entre la société à évaluer et les sociétés de l'échantillon (R&D capitalisée, IFRS 16...).

3.3.1.2 Communiqués de presse des sociétés objets de transactions

L'information disponible à la date de la transaction pour les sociétés sélectionnées dans l'échantillon est à recenser.

L'étude des communiqués de presse les plus contemporains à la transaction peut permettre de compléter utilement la connaissance d'une société et du contexte dans lequel la transaction a été réalisée.

3.3.1.3 Bases de données

Les bases de données (MergerMarket, Capital IQ, Epsilon, Bloomberg...) constituent des outils à la fois de sélection de potentielles transactions pour constituer l'échantillon et de détermination de leurs multiples.

L'expérience montre, toutefois, que les agrégats des transactions et les multiples implicites fournies par ces bases de données peuvent être utilement examinées par l'expert indépendant.

Dès lors, le recoupement de l'ensemble des sources d'informations disponibles peut fiabiliser le calcul des multiples.

L'expert indépendant mentionne dans son rapport non seulement les sources utilisées pour constituer l'échantillon et calculer les multiples mais également dans quelle mesure les multiples retenus résultent de la lecture des informations des bases de données et / ou ont été recoupés avec les sources d'informations pertinentes¹⁰².

3.3.1.4 Informations transmises par la cible et l'initiateur

La cible, l'initiateur et leurs conseils peuvent constituer une source d'informations sur les transactions pertinentes réalisées dans le secteur de la cible et les conditions de réalisation de ces transactions. Comme pour les autres transactions identifiées, il appartient à l'expert indépendant de vérifier la comparabilité des caractéristiques des sociétés objets de ces transactions avec la société évaluée ainsi que les données permettant de déterminer les multiples associés.

3.3.2 Identification des caractéristiques clefs et du « business model » de chaque comparable

La détermination de l'échantillon suppose de recenser les caractéristiques essentielles des sociétés intégrées dans l'échantillon de transactions comparables afin de les apprécier au regard de celles de la société à évaluer.

A titre d'exemples, les données suivantes peuvent être examinées pour autant que l'information soit disponible.

3.3.2.1 Historique

La situation de la société à la date de l'évaluation résulte de choix qui ont été effectués au fil du temps par sa direction. La connaissance de l'historique permet de comprendre comment la société est parvenue à sa configuration actuelle et s'est positionnée sur son secteur d'activité de référence, ainsi que les dates clés des décisions stratégiques et le cas échéant de réorientation. Elle permet ainsi d'apprécier son positionnement sur son marché.

¹⁰² Cf. article 3.2.2 de la recommandation AMF DOC-2006-15 mise à jour le 10 février 2020.

3.3.2.2 Marchés, segments de marchés ou débouchés couverts

Une bonne connaissance des marchés ainsi que des débouchés commerciaux des sociétés de l'échantillon permet de comprendre la structure du chiffre d'affaires ainsi que les perspectives de développement à court/moyen terme en fonction de l'évolution des besoins de la clientèle. Il convient de s'assurer du degré de comparabilité entre les sociétés identifiées afin de veiller à l'homogénéité de l'échantillon de comparables avec la société à évaluer.

3.3.2.3 Aspects réglementaires (régulations spécifiques, statut fiscal, environnement)

Dans certains secteurs particuliers, les aspects réglementaires sont une composante importante de l'activité puisqu'ils s'imposent et doivent ainsi être pris en compte par l'expert indépendant. Il peut s'agir des réglementations spécifiques fixant les prix de vente (cas des activités régulées de distribution d'énergie avec les tarifs réglementés fixés par une autorité de tutelle par exemple) ou autorisant les mises en vente (dans le domaine pharmaceutique par exemple : autorisation de mise sur le marché ou échéance de tombée des brevets dans le domaine public et arrivée des produits génériques...).

D'autres aspects réglementaires tels que les contraintes environnementales peuvent se traduire par des coûts spécifiques d'exploitation (dépollutions de sites industriels, remise en état des sites d'extraction, etc.). Il convient de s'assurer du degré de comparabilité entre les sociétés identifiées afin de préserver l'homogénéité de l'échantillon et pouvoir le rapprocher de la société à évaluer.

Il y a lieu également de tenir compte des différences d'environnement fiscal entre les sociétés de l'échantillon et la société à évaluer, liées notamment à leur zone d'implantation et à la pérennité de dispositifs fiscaux, sur les agrégats servant au calcul des multiples.

2.3.2.4 Business model (revenus, développement/modèle de croissance, production, portefeuille d'activités, secteurs annexes)

Le « business model » de chaque société est dépendant des caractéristiques de son secteur d'intervention en ce qui concerne les revenus (effet de cycle/existence de barrière à l'entrée/risque d'obsolescence technologique) et les charges d'exploitation (levier opérationnel compte tenu du poids respectif des charges fixes et variables, sensibilité à des postes de charges distincts...) ainsi que des caractéristiques propres résultant de son positionnement au sein de son secteur et de décisions stratégiques portant notamment sur :

- les axes de développement (extension géographique, nouveaux produits...) ;
- la stratégie de croissance (développement organique ou acquisitions) ;
- la politique de diversification (« portefeuilles produits »/activités complémentaires/activité de niche/activité annexe...) ;
- le modèle de production (avec son propre-outil-industriel/dans-le-cadre de partenariats/externalisation) ;
- le positionnement dans la chaîne de création de valeur.

3.3.2.5 Structure financière

La structure financière est dépendante du secteur et de ses caractéristiques (besoins capitalistiques en termes d'actif immobilisé, situation de BFR ou d'EFR, etc.). Elle est également fonction des politiques de financement par chaque société.

La transaction étant réalisée à une date donnée, la structure financière retenue correspond aux éléments disponibles de manière contemporaine.

Le professionnel doit s'interroger sur les positions « atypiques » observées parmi les sociétés au sein de l'échantillon étudié et en rechercher l'explication. Dans le cas de structure financière déséquilibrée selon les dernières informations contemporaines à la transaction, il convient d'approfondir l'analyse par un examen des données historiques disponibles.

3.3.3 Revue de la performance financière des transactions comparables

L'évaluation par les transactions comparables est fondée sur des agrégats historiques. Les multiples retenus dans cette méthode sont en effet calculés sur la base de données (i) du dernier exercice clos précédant la transaction et / ou (ii) des douze derniers mois à la date de transaction et / ou (iii) de l'exercice au cours duquel la transaction a été réalisée et / ou rarement de données prévisionnelles (cf. § 4.1.1).

Sur la période retenue pour la construction de l'échantillon, la cohérence entre les réalisations financières historiques des sociétés objets des transactions et celles de la société évaluée est à vérifier et les divergences à analyser. Lorsque cela est possible, le même exercice est à réaliser sur les performances prévisionnelles.

Les sociétés présentant des agrégats historiques « atypiques » pourront être exclues de l'échantillon pertinent.

Dans le cas où des distorsions entre les sociétés de l'échantillon sont justifiées et lui paraissent acceptables, l'expert indépendant pourra mettre en œuvre, pour les lisser, une régression linéaire entre les données recensées (§ 4.2.1). La qualité du modèle de régression linéaire obtenu est examinée en utilisant les formules mathématiques usuelles¹⁰³.

3.3.4 Autres opérations anticipées susceptibles de biaiser la comparaison

Toute autre opération susceptible de biaiser la comparaison (frais de transactions intégrés ou non, données prévisionnelles liées à des modifications de périmètre, complément de prix, croissance externe/cessions significatives des sociétés de l'échantillon...) entre, d'une part, les sociétés de l'échantillon et, d'autre part, la société à évaluer doit, dans la mesure du possible, être identifiée afin de permettre à l'expert indépendant d'en tirer les conséquences sur ses travaux d'évaluation et sur le contenu de son rapport.

3.3.5 Dispersion persistante des multiples au sein de l'échantillon pertinent

À l'issue des travaux d'analyse ayant permis au professionnel de constituer l'échantillon qu'il considère comme pertinent en fonction de son jugement critique, une dispersion des multiples obtenus peut néanmoins subsister.

En théorie, cette dispersion devrait résulter d'écarts sur les perspectives de croissance, de niveau de rentabilité, de risque systématique ou de synergies attendues de l'opération.

En pratique, le caractère limité de l'information disponible sur les sociétés objets des transactions ne permet que rarement d'en rationaliser l'origine, raison sans doute pour laquelle les transactions provoquant cette dispersion n'ont pas été écartées.

¹⁰³ r² de la régression et t de Student de la constante et des coefficients de la régression.

Les régressions menées doivent résulter d'une analyse économique et non juste d'une recherche empirique de relations statistiques. A titre d'exemple, la mise en évidence d'une relation entre (i) le multiple de valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires et (ii) la marge d'EBITDA ou d'EBIT devrait conduire à tester directement la relation entre (i) la valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA ou l'EBIT et (ii) la marge d'EBITDA ou d'EBIT, car la logique devrait être que ce lien statistique provient du fait que le taux de marge est un proxy du taux de rendement des capitaux employés pour une structure capitaliste donnée, de telle sorte que cette éventuelle relation est plus directement testée à partir d'un multiple d'EBITDA ou d'EBIT que par un multiple de chiffre d'affaires.

Dans cette situation, la solution peut consister à utiliser :

- le multiple médian de l'échantillon si cette dispersion est seulement liée à ces multiples « extrêmes » dont on ne peut pas rationaliser l'origine ;
- le multiple moyen d'un sous-échantillon dont les multiples seraient homogènes s'il s'avère possible de rapprocher les caractéristiques de la société à évaluer plus particulièrement avec les caractéristiques des sociétés de ce sous-échantillon.

Dans les autres cas, l'expert indépendant pourrait être amené à faire le constat de l'absence de pertinence des multiples observés sur l'échantillon de transaction et écarter ou relativiser l'application de la méthode.

3.4 Justification dans le rapport de l'expert indépendant de l'exclusion de sociétés de l'échantillon

L'expert indépendant s'attachera à fournir dans son rapport l'information permettant au lecteur de comprendre la démarche suivie pour l'application des méthodes d'évaluation présentées et d'apprécier les travaux d'évaluation et les résultats obtenus.

3.4.1 Principe général : justification des hypothèses retenues et écartées

En ce qui concerne la méthode des transactions comparables, le rapport d'expertise indépendante décrit généralement l'approche d'évaluation mise en œuvre, et présente notamment (i) les modalités et les critères retenus pour la construction de l'échantillon pertinent, ainsi que (ii) le choix des agrégats ayant servi de référence aux travaux d'évaluation.

Le rapport justifie l'échantillon pertinent en expliquant les critères retenus et ceux écartés. Il indique les sociétés finalement sélectionnées et peut éventuellement décrire leurs principales caractéristiques.

En règle générale, il ne procède pas à un inventaire des transactions écartées, à l'exception de celles qui ont été retenues dans les travaux de l'établissement présentateur (cf. paragraphe 2.4.2) et, le cas échéant, de celles considérées usuellement comme strictement comparables à la société à évaluer.

3.4.2 Par référence à l'échantillon retenu par l'établissement présentateur

Dans la partie de son rapport consacrée à l'appréciation des travaux de l'établissement présentateur qui figure dans la note d'information de l'initiateur, l'expert indépendant procède à une analyse critique des travaux de l'établissement présentateur par comparaison avec ses propres travaux. À cet effet, il examine les différences dans la composition des échantillons respectifs des transactions comparables, et apporte le cas échéant les justifications de ces différences (société(s) non retenue(s) par l'expert indépendant et société(s) non retenue(s) par l'établissement présentateur) en s'appuyant sur l'ensemble des travaux d'analyse réalisés.

3.4.3 Justification laissée à l'appréciation de l'expert indépendant, dans certains cas particuliers

Au-delà de l'analyse systématique des différences avec l'échantillon de l'établissement présentateur, l'expert indépendant peut estimer utile pour le lecteur de son rapport d'expliquer les choix qui l'ont conduit à ne pas retenir des transactions usuellement considérées comme comparables.

4. Choix des multiples

4.1 Définition des différents multiples appliqués

Comme l'indique la publication de l'APEI sur la méthode des comparables boursiers¹⁰⁴, deux grandes familles de multiples sont usuellement utilisées : les multiples de capitaux propres et les multiples de valeur d'entreprise. La valeur des capitaux propres est égale à la valeur d'entreprise diminuée (augmentée) de la dette (trésorerie) nette.

Les multiples de valeur d'entreprise permettent d'évaluer l'actif économique d'une entreprise avant prise en compte de sa structure financière. Ils permettent notamment de s'affranchir des différences de politique de financement au sein de l'échantillon de comparables, d'une part, et entre l'entreprise évaluée et l'échantillon de comparables, d'autre part.

En revanche, les multiples de valeur d'entreprise ne permettent pas de tenir compte de l'impact de la fiscalité ou de la différence de l'environnement fiscal entre les différentes sociétés composant l'échantillon de comparables, les principaux agrégats utilisés pour le calcul de ces multiples étant calculés avant impôt.

Certains multiples, sectoriellement spécifiques (prime/décote sur ANR, multiples normalisés, etc.), trouvent également à s'appliquer (cf. paragraphe 3.1.4).

Nous présentons ci-dessous les principaux multiples susceptibles d'être mis en œuvre dans une méthode de transactions comparables sur la base des travaux réalisés dans la publication de l'APEI sur la méthode des comparables boursiers¹⁰⁵.

Cette analyse n'est pas exhaustive et ne reprend que les principaux multiples usuellement utilisés par les experts indépendants, le choix du ou des agrégat(s) pertinent(s) résultant de leur appréciation.

4.1.1 Multiples de valeur des capitaux propres (PER, P/B, P/TB)¹⁰⁶

4.1.1.1 PER

Le multiple de résultat net (*Price to Earnings Ratio* ou PER), qui se définit comme le rapport entre le prix par action de la transaction et le bénéfice net par action, entend faire le lien entre la valeur d'un actif financier et le résultat net qu'il dégage ou qu'il va dégager.

Avantage : Il prend en compte la capacité bénéficiaire totale des sociétés.

Inconvénients : Il n'est applicable qu'aux sociétés bénéficiaires et ne permet pas de s'affranchir de la structure financière de la société (pour en permettre l'utilisation, l'échantillon de comparables devrait donc être homogène en termes de politiques de financement).

4.1.1.2 P/B

Le multiple de *Price to Book Value* (P/B ratio) se définit comme le rapport entre la valeur des fonds propres issue de la transaction sur une société cible et la valeur comptable de ses fonds propres.

Avantage : Il peut être appliqué aux sociétés déficitaires.

Inconvénient : Il est biaisé par les différences de stratégie de croissance entre les entreprises (croissance externe *versus* croissance organique) et ne prend pas en compte la capacité bénéficiaire de la société.

¹⁰⁴ Recueil des notes relatives à l'expertise indépendante publiée par l'APEI, chapitre F sur les comparables boursiers.

¹⁰⁵ Ibid.

¹⁰⁶ Ces multiples sont le plus usuellement appliqués dans le secteur financier (voir paragraphe 3.1.4.2).

4.1.1.3 P/TB

Le multiple de *Price to Tangible Book Value* (P/TB ratio) correspond au rapport entre la valeur des fonds propres issue de la transaction sur une société cible et de son actif net comptable retraité des éléments incorporels.

Avantage : Il permet d'ajuster le ratio P/B en retraitant les effets de la stratégie de croissance menée par la société, et notamment de retraiter l'impact de la valeur du goodwill sur les capitaux propres.

Inconvénient : Tout comme pour le P/B ratio, il s'agit d'un multiple patrimonial, qui ne prend donc pas en considération la capacité bénéficiaire de la société.

4.1.2 Multiples de valeur d'entreprise (VE/CA, VE/EBITDA, VE/EBIT)

4.1.2.1 VE/CA

Le multiple de chiffre d'affaires (VE/CA) se définit comme le rapport entre la valeur d'entreprise ressortant de la transaction visant une société et le chiffre d'affaires de cette dernière¹⁰⁷.

Avantage : Il s'avère pertinent dans les cas où la valorisation d'une société est fondée sur sa part de marché ou sur ses perspectives de croissance plutôt que sur son niveau immédiat de profitabilité (start-up, scale-up).

Inconvénient : Il ne prend pas en compte la capacité bénéficiaire/profitabilité de l'entreprise et peut être biaisé par le *business model* différent de sociétés opérant dans le même secteur (franchise versus succursales).

Lorsqu'il existe une forte corrélation entre le multiple VE/CA et un taux de marge (par exemple, le taux de marge d'EBIT), il s'avère plus pertinent d'analyser statistiquement le lien entre la VE et l'agrégat à partir duquel ce taux de marge est calculé (c'est à dire effectuer une régression entre le multiple VE/EBIT avec le taux de marge d'EBIT), car la logique devrait être que ce lien statistique provient du fait que le taux de marge est un proxy du taux de rendement des capitaux investis pour une structure capitalistique donnée.

4.1.2.2 VE/EBITDA

Le multiple d'EBITDA (VE/EBITDA), qui se définit comme le rapport entre la valeur d'entreprise ressortant de la transaction visant une société et l'EBITDA de cette dernière, valorise l'actif économique par rapport à un proxy de son résultat opérationnel « encaissable ».

Avantage : Il permet d'obtenir la valeur de la société à partir des bénéfices qu'elle réalise sans tenir compte de sa politique d'investissement et d'amortissement. L'EBITDA est par ailleurs un des agrégats les plus suivis par les investisseurs et les analystes, en raison de son aptitude à mesurer la capacité bénéficiaire d'une activité et le caractère encaissable de ses composants.

Inconvénient : Cet agrégat n'étant pas normé, il peut se calculer selon des règles spécifiques propres à chaque société, ce qui nuit à l'homogénéité des multiples qu'il permet de calculer. Par ailleurs, il peut être biaisé par l'application des normes comptables notamment en ce qui concerne les contrats de location (cf. § 3.1.3) ou les politiques d'investissement de la société (acquisitions d'immobilisations amortissables *versus* locations ; activation de la R&D *versus* comptabilisation en charge de la R&D avant ou après l'EBITDA).

Il est fait référence, parfois, à la notion d'EBITDA cash c'est-à-dire un agrégat d'EBITDA qui serait ajusté pour le rapprocher d'un flux de trésorerie opérationnel (par exemple, en intégrant dans l'EBITDA les frais de R&D qui sont activés). Cet agrégat présente la même limite que l'EBITDA en ce qu'il ne repose pas sur une définition normative.

¹⁰⁷ Ce multiple peut être affecté par des différences de norme comme entre la norme IFRS 15 et les normes françaises sur ce point.

De plus, comme détaillé ci-après, il est affecté par la norme IFRS 16 qui fait que les charges de loyer ne sont plus prises en compte au niveau de cet agrégat, mais pris en amortissement déduit au niveau de l'EBIT.

4.1.2.3 VE/EBIT

Le multiple d'EBIT se définit comme le rapport entre la valeur d'entreprise ressortant de la transaction visant une société et le résultat opérationnel de cette dernière.

Avantage : Il permet de prendre en compte la capacité bénéficiaire de l'actif économique de l'entreprise, et d'évaluer l'activité hors impact de la politique de financement et d'investissement, évitant ainsi les biais liés aux différences de traitement comptables.

Inconvénient : Il peut être biaisé par les différences entre les sociétés en termes de politique d'amortissement (durée d'amortissement et date d'investissement). Il peut être biaisé également par le fait de retenir un résultat opérationnel courant ou un résultat opérationnel pour sa détermination (exemple du traitement des frais de restructuration par certaines ESN).

4.1.3 Multiples de valeur d'entreprise (VE/CA, VE/EBITDA, VE/EBIT) et norme IFRS 16

La norme IFRS 16, publiée le 13 janvier 2016 par l'IASB, et d'application obligatoire depuis le 1^{er} janvier 2019, conduit à l'inscription de la plupart des contrats de location au bilan sans distinction entre location financement et location simple.

En substance, sa mise en œuvre impacte à la fois :

- Le compte de résultat dans la mesure où les charges de loyer, auparavant déduites pour le calcul de l'EBITDA, sont décomposées entre (i) une charge d'amortissement déduite de l'EBITDA pour le calcul de l'EBIT et (ii) une charge d'intérêts déduite de l'EBIT pour le calcul du résultat courant.
- Le bilan dans la mesure où il est inscrit à l'actif un droit d'utilisation des actifs loués en contrepartie de l'enregistrement au passif d'une dette liée aux obligations locatives.

Le traitement IFRS des loyers est différent de celui retenu dans la norme US GAAP (ASC 842) car la norme américaine continue à faire une différence entre :

- la location simple¹⁰⁸ (sauf courte durée) qui donne lieu à l'inscription d'un droit d'utilisation et d'une dette comptabilisée en dette opérationnelle tandis que la charge de location est déduite pour le calcul de l'EBITDA ; et
- la location financement où le traitement est équivalent au bilan et au compte de résultat à IFRS 16 ;

ce qui doit être une source de vigilance pour obtenir des agrégats et des multiples homogènes lorsqu'un échantillon est composé de sociétés appliquant pour certaines les normes IFRS et pour d'autres les US GAAP.

A noter également que pour les sociétés françaises publiant leurs comptes en normes françaises, le nouveau règlement de l'ANC (ANC n°2020-01) rend désormais obligatoire dans les comptes consolidés (suppression de la méthode préférentielle) l'inscription à l'actif des contrats de crédit-bail (location financement) sans toutefois modifier la comptabilisation des locations simples (loyer déduit de l'EBITDA et pas d'inscription de ces contrats à l'actif). On observe ainsi une convergence des normes comptables concernant les locations financement mais des différences subsistent s'agissant des locations simples.

¹⁰⁸ Cf. annexe 1 du chapitre F du Recueil des notes relatives à l'expertise indépendante publiée par l'APEI au sur les comparables boursiers - 2023.

L'introduction de la norme IFRS 16 a eu un impact très variable sur les agrégats comptables selon les secteurs d'activité, sans toutefois que cet impact soit nécessairement homogène au sein d'un même secteur (loyers variables, renouvellements, composante service...) ce qui conduit à une modification des pratiques concernant les multiples utilisés pour déterminer la valeur d'entreprise.

L'utilisation de l'EBITDAaL, soit l'EBITDA après loyer, paraît aujourd'hui à privilégier par rapport à l'EBITDA.

Cet agrégat est soit publié spontanément voire devenue une norme dans certains secteurs (télécom), soit déterminé par l'évaluateur en déduisant de l'EBITDA la part d'amortissement et d'intérêt associée aux locations.

Il permet de se rapprocher de la notion d'EBITDA avant introduction de la norme IFRS 16. Toutefois, il conduit à exclure des actifs d'exploitation les actifs faisant l'objet d'un crédit-bail.

Par ailleurs, devant les difficultés pratiques pour disposer des informations prévisionnelles retraitées soit directement soit en effectuant soi-même les retraitements, on peut observer que :

- l'utilisation de l'EBIT par rapport à l'EBITDAaL présente l'avantage de requérir moins de retraitement (exclusivement la part des intérêts dans les loyers) ;
- dans un univers de taux bas, l'utilisation (i) d'un EBIT non retraité en conjonction (ii) avec une dette financière hors obligation locative entraîne un biais relativement faible (qu'il convient toutefois de vérifier) car la charge d'intérêt liée aux obligations locatives est souvent limitée.

4.1.4 Autres multiples sectoriels

4.1.4.1 Sociétés foncières ou sociétés holdings

(i) Prime/décote sur ANR

L'actif net réévalué (ANR) correspond à la valeur du patrimoine net de la société, obtenu en substituant les valeurs réelles aux valeurs comptables afin de passer d'une vision historique à une vision économique de l'entreprise. L'ANR est principalement utilisé dans le cas de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers (foncières, sociétés d'investissement immobilier cotées par exemple) ou financiers (*private equity* par exemple).

La prime ou décote sur ANR est la prime ou décote que présente la valeur des fonds propres ressortant de la transaction rapportée à l'ANR. Ce ratio, exprimé en pourcentage, représente alors la prime (ou la décote) observée entre la valeur de marché de la société et sa valeur intrinsèque. La moyenne des ratios de l'échantillon des sociétés comparables est ensuite appliquée comme décote ou prime à l'ANR de la société à évaluer.

Avantage : Il s'agit d'une approche patrimoniale qui convient à l'évaluation des sociétés immobilières ou holdings.

Inconvénient : La méthode ne tient pas compte des futures perspectives de la société ni de sa capacité bénéficiaire. Elle n'est donc pas adaptée à l'évaluation d'activités non patrimoniales.

(ii) Price to cash-flows

Le multiple de « *Price to Cash-Flows* » (P/CF) ou multiple de flux de trésorerie ou multiple de résultat net récurrent (RNR) correspond à la valeur de marché des titres d'une société rapportée à ses cash-flows ; il est utilisé pour les sociétés bénéficiant de cash-flow récurrents (valeur des fonds propres ressortant de la transaction / loyer moyen pour les sociétés foncières par exemple).

Avantage : Il valorise les sociétés présentant des flux de trésorerie récurrents (sociétés foncières notamment). Il prend en compte le taux d'occupation des biens détenus par la société.

Inconvénient : Il peut être biaisé par l'état du (des) marché(s) de l'immobilier dans le(s)quel(s) se trouve(nt) le(s) bien(s) détenu(s) par la société, et est notamment tributaire de la valeur patrimoniale de ce(s) bien(s).

4.1.4.2 Secteur bancaire

Spécifiques au secteur bancaire, les multiples de PER, P/B et de P/TB normalisés tiennent compte des exigences réglementaires en matière de fonds propres. Dans ce contexte particulier, les agrégats de valeur des fonds propres ressortant de la transaction, des capitaux propres et des capitaux propres tangibles doivent être « normalisés » *i.e.* retraités de l'excédent de fonds propres (ou du déficit de fonds propres).

L'excédent de fonds propres (ou le déficit de fonds propres) est calculé en comparant les fonds propres *Core Tier 1* d'une banque au niveau des fonds propres *Core Tier 1* considéré par les investisseurs comme un minimum, celui-ci étant communément supérieur au ratio minimum exigé par la réglementation.

Les multiples PER, P/B, P/TB normalisés peuvent ensuite être calculés en fonction de ces agrégats ajustés (le résultat net n'est pas à ajuster).

Avantage : La normalisation permet de tenir compte des exigences réglementaires et des investisseurs en termes de fonds propres.

Inconvénient : La normalisation nécessite d'effectuer un certain nombre de retraitements à la fois sur les sociétés de l'échantillon de comparables et sur la société évaluée.

4.1.4.3 Société télécoms ou à forte intensité capitalistique

Le multiple VE / (EBITDA - CAPEX) correspond au rapport entre la valeur d'entreprise et la valeur de l'EBITDA retraité des investissements effectués (CAPEX).

Ce multiple permet ainsi d'obtenir une vision ajustée de la capacité bénéficiaire de la société, en la retraitant des investissements récurrents nécessaires à la poursuite de son activité.

4.2 Choix des multiples

Le(s) multiple(s) retenu(s) pour l'application de la méthode des transactions comparables dépendront de sa(leurs) capacité à refléter de manière fiable et pertinente, dans le cas d'espèce, les critères de valorisation d'une société (croissance, rentabilité des capitaux, risques non diversifiables appréhendés au travers du taux d'actualisation).

Le choix de retenir ou d'écarter une catégorie de multiples pourra résulter en particulier :

- de l'information disponible ;
- du nombre d'observations obtenues pour assurer la fiabilité statistique du multiple retenu ;
- de la capacité à expliquer la dispersion éventuellement observée entre les multiples de l'échantillon ;
- de la capacité à tenir compte de biais liés à l'application de normes comptables différentes (capitalisation des frais de R&D, IFRS 16...).

4.3 Cas des groupes multi-secteurs ou conglomérats

Lorsqu'un groupe est présent sur plusieurs secteurs d'activités, il est préférable d'évaluer séparément chacune de ses branches d'activités et d'agréger les résultats obtenus. Dès lors, il peut être opportun d'utiliser pour chacune un échantillon de sociétés comparables objets de transactions spécifiques.

4.4 Analyses statistiques des multiples appliqués

Le tableau suivant présente, tout d'abord, l'occurrence de chaque multiple utilisé par les experts indépendants en nombre d'opérations et fréquence d'utilisation sur les offres publiques étudiées sur la période 2006 / 2016.

	2006/2016	
	Nb	Fréquence
Multiple	19	15%
EV/CA	58	46%
EV/EBITDA	39	31%
EV/EBITDA	0	0%
Autres (P/B, P/TB, Prime/Décote sur ANR...)	11	9%
Total	127	
Occurrence de la méthode	103	
Nombre moyen de multiples utilisés par occurrence	1,23	

Nb : nombre de cas d'application de la méthode des transactions comparables avec le multiple cité sur l'échantillon de 300 offres publiques
Source : Etude réalisée par Maxime Hazim, Crowe HAF, sur 300 offres publiques

Sur les 300 offres publiques étudiées entre 2006 et 2016, la méthode des transactions comparables a été retenue 103 fois par les experts indépendants, soit sur 34% des opérations. 127 multiples ont été appliqués, ce qui représente une moyenne de 1,2 multiple par opération. Les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont les plus fréquemment employés (fréquence supérieure à 35%) par les experts indépendants suivis des multiples de chiffre d'affaires et d'autres multiples spécifiques.

Plus récemment, sur la période 2019 – 2022¹⁰⁹, 133 opérations ont donné lieu à l'émission d'un rapport par un expert indépendant. La méthode des transactions comparables a été retenue dans 62 cas (soit une fréquence de 47%).

Elle a alors été considérée à titre principal dans seulement 10% des cas (6 opérations), à titre secondaire ou de recoupement dans 42% des cas et à titre indicatif ou informatif dans 37% des cas¹¹⁰. Le faible nombre d'occurrence où la méthode est retenue à titre principal témoigne des limites rencontrées dans sa mise en œuvre.

On observe que dans les 71 opérations où la méthode des transactions comparables n'a pas été retenue, les résultats d'une mise en œuvre théorique sont indiqués 28 fois (soit une fréquence de 39%) ; dans 23 cas il existait une intention de retrait obligatoire (soit une fréquence de 58% dans les cas où il existait une intention de RO mais où la méthode n'avait pas été retenue).

	Nb	Fréquence
Nb total d'opérations	133	
Nb d'opérations où la méthode est retenue	62	47%
<i>dont à titre principal</i>	6	10%
<i>dont à titre secondaire / recoupement</i>	26	42%
<i>dont à titre indicatif / informatif</i>	23	37%
Nb d'opérations où la méthode n'est pas retenue	71	
<i>dont cas où les résultats sont indiqués</i>	28	39%
<i>dont cas RO où les résultats sont indiqués</i>	23	58%

¹⁰⁹ Echantillon réalisé sur la base des offres ayant reçu le visa de l'AMF entre le 1^{er} janvier 2019 et le 31 décembre 2022.

¹¹⁰ Le solde correspond à des cas où il n'est pas caractérisé le niveau d'importance accordé à la méthode des transactions comparables.

Sur la période 2019-2022, on constate qu'il est utilisé en moyenne 1,23 multiple par opération :

- en moyenne 1,11 multiple lorsque la méthode est retenue ;
- en moyenne 1,46 lorsque la méthode n'est pas retenue mais néanmoins mise en œuvre de manière théorique.

Les multiples d'EBITDA et d'EBIT demeurent les plus fréquemment utilisés (fréquence respective de 42% et 34% pour les opérations où la méthode est retenue). Dans les opérations où la méthode n'est pas retenue, mais mise en œuvre de manière théorique, nous notons l'utilisation du multiple de chiffre d'affaires dans 43% des cas, sans doute en raison des contraintes liées à la disponibilité de l'information qui a conduit à ne pas retenir la méthode et à la faible portée accordée aux résultats théoriques ainsi présentés.

Multiple	Nb moyen de multiple	EV/CA	EV/EBITDA	EV/EBIT	PEE	ANR/TBV	Autres
Totalité échantillon	1,23	27%	44%	34%	2%	10%	6%
Opérations où la méthode est retenue	1,11	19%	42%	34%	2%	10%	5%
Opérations où la méthode n'est pas retenue mais mise en œuvre	1,46	43%	46%	36%	4%	11%	7%

En matière de constitution de l'échantillon, sur la période 2019-2022, les transactions ont été analysées dans 31% des cas sur une période maximale de 3 ans et 48% des cas sur une période comprise entre 4 et 6 ans. L'échantillon est composé dans 32% des cas d'au maximum 5 comparables, dans 36% des cas de 6 à 10 comparables et 32% des cas de plus de 10 comparables.

5. Mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

5.1 Points d'attention dans le calcul des multiples

5.1.1 Liés au choix de l'agrégat utilisé

L'application de la méthode des transactions comparables conduit à être vigilant sur :

- la dette financière nette permettant le calcul de la valeur d'entreprise issue de la transaction comparable ; et
- les agrégats du compte de résultat (CA, EBITDA, EBIT) qui permettent de déterminer le multiple induit de la transaction.

S'agissant de la dette financière nette, il est d'usage de retenir :

- celle connue pour la société cible à la date de la transaction ;

La dette financière nette retenue sera, par conséquent, à une date plus ou moins éloignée de la date de la transaction (12 mois maximum d'écart) selon le rythme de publication des informations financières nécessaires au calcul de la dette financière nette (différences entre les sociétés cotées qui publient trimestriellement ou semi-annuellement et les sociétés non cotées dont la fréquence de publication des comptes est souvent annuelle).

- la dette hors dettes relatives aux loyers en application de la norme IFRS 16 lorsque l'agrégat d'exploitation retenu est pré-IFRS 16 (cf. paragraphe 3.1.3).

En général, le dernier agrégat (n-1 ou LTM¹¹¹) précédent la transaction est privilégiée de manière à appliquer le multiple au dernier agrégat connu de la société à évaluer.

Toutefois, un agrégat budgété de l'année en cours peut être utilisé pour les sociétés dont l'information est disponible¹¹². Si cette option est choisie de manière homogène sur les transactions comparables, il sera généralement appliqué à l'agrégat budgété en n de la société à évaluer.

Enfin, pour les transactions portant sur les sociétés cotées, il est possible de calculer les multiples induits par les prévisions d'analystes sur les agrégats (n, n+1, n+2) à la date de la transaction. Dans ce cas, il conviendra d'appliquer ces multiples aux agrégats prévisionnels de la société à évaluer anticipés pour les mêmes années. Cette option, apparaît dans les faits, peu fréquente car les échantillons sont essentiellement constitués de transactions sur des sociétés non cotées pour lesquelles les données prévisionnelles ne sont généralement pas disponibles.

5.1.2 Caractère pro-forma des agrégats des comparables ou de la société à évaluer

Certaines des sociétés de l'échantillon retenu dans le cadre de la méthode des transactions comparables ou la société à évaluer, peuvent avoir réalisé des acquisitions récentes de sociétés (croissance externe) dont l'activité n'est pas totalement reflétée dans les agrégats opérationnels de l'année. Cela peut biaiser le multiple induit de la transaction ou l'agrégat de la société à évaluer et par conséquent aboutir à des incohérences, d'autant plus que les sociétés qui réalisent des opérations de croissance externe ont souvent recours à un endettement financier qui est lui déjà pris en compte en déduction de la valeur d'entreprises.

Dans cette situation, il conviendra de calculer des multiples de transaction en utilisant des agrégats pro-forma qui intègrent 12 mois d'activité des sociétés récemment.

5.1.3 Traitement des compléments de prix (earn out)

De plus en plus de transactions sont réalisées sur la base d'un prix initial majoré, parfois d'un ou plusieurs compléments de prix, souvent basés sur les performances financières futures à court terme de la société cible.

Lorsque l'information est disponible, les compléments de prix associés à la probabilité de leur versement seront analysés pour déterminer s'ils doivent être inclus partiellement ou en totalité dans le prix de transaction.

5.1.4 Conséquence des écarts sur le multiple entre la date d'annonce et la date de clôture

On note parfois une période assez longue (de plusieurs mois voire plus d'un an) entre la date d'annonce d'une opération et la date de clôture de la transaction du fait notamment de conditions suspensives relatives à des autorisations gouvernementales (autorité de la concurrence, investissement étranger en France, etc...).

Dans cette situation des questions se posent sur :

- l'agrégat à utiliser pour le calcul des multiples induits (les plus récents à la date d'annonce ou à la date de clôture) ;
- l'évolution des taux de change des devises, si le prix de la transaction et le montant de l'agrégat sont libellés dans des devises différentes sur la période entre la date d'annonce et la date de clôture de la transaction.

¹¹¹ Last Twelve Month (12 mois glissants)

¹¹² Une analyse des rapports d'expertise indépendants réalisés sur la période 2019 – 2022 montre que l'agrégat retenu pour le calcul du multiple est dans 53% des cas le résultat du dernier exercice clos (N-1), dans 25% des cas le résultat de l'exercice de réalisation de la transaction (N), dans 20% des cas le résultat des 12 derniers mois (LTM) et dans 2% des cas un résultat prévisionnel (N+1).

Concernant l'agrégat à utiliser pour le calcul des multiples induits, l'expert indépendant est attentif à l'évolution des agrégats de la société cible de la transaction sur cette période. Il fera appel à son jugement professionnel afin de déterminer l'agrégat qui lui semble le plus approprié pour le calcul du multiple.

S'agissant des transactions en devises étrangères, il conviendra ci-possible d'utiliser le taux de change retenu par les parties dans le cadre de la transaction pour le calcul des agrégats afin que le multiple ne soit pas biaisé par l'évolution des taux de change dans le temps. Dans le cas où la transaction est faite dans une devise différente de la devise de publication des agrégats de la société cible (exemple d'une transaction en dollars pour une société publiant en euros), l'expert fera appel de nouveau à son jugement professionnel afin de retenir la date du taux de change (date d'annonce ou date de clôture) lui permettant de convertir de manière homogène le prix de la transaction et les agrégats de la société objet de la transaction.

5.2 Points d'attention dans l'application des multiples obtenus sur l'échantillon de transactions comparables

5.2.1 Régressions linéaires et ajustement de certains multiples

Comme indiqué dans la publication de l'APEI sur la méthode des comparables boursiers¹¹³, il peut être mis en œuvre une régression linéaire lorsque le multiple observé paraît lié à une variable (taux de marge d'EBIT...) et qu'il existe un écart entre le niveau de cette variable pour la société à évaluer et pour les sociétés de l'échantillon¹¹⁴.

En l'absence d'information suffisante, cette démarche est rarement mise en œuvre dans la méthode des transactions comparables.

5.2.2 Application d'une décote de taille et/ou d'illiquidité

Comme également indiqué dans la publication de l'APEI sur la méthode des comparables boursiers¹¹⁵, l'existence d'une exigence de rendement supplémentaire liée à la taille¹¹⁶ dans le taux d'actualisation peut légitimement conduire à s'interroger sur l'application d'une décote de taille sur les multiples résultant d'un échantillon de transactions portant sur des sociétés beaucoup plus importantes que celle évaluée.

Même si l'application d'une décote est rarement observée dans les faits, le niveau de la décote à utiliser pourra être objectivé sur la base :

- de l'impact que le différentiel de taux d'actualisation justifié par la prise en compte d'une prime de taille a sur la valeur obtenue dans la méthode DCF ;
- d'une analyse de régression selon les modalités exposées paragraphe 4.2.1.

¹¹³ Cf. Recueil des notes relatives à l'expertise indépendante publiée par l'APEI, chapitre F sur les comparables boursiers, 2023.

¹¹⁴ Nous renvoyons à la publication de l'APEI sur la méthode des comparables boursiers pour plus de détails sur la mise en œuvre de cette approche. Voir aussi le paragraphe 2.3.3

¹¹⁵ Cf. Recueil des notes relatives à l'expertise indépendante publiée par l'APEI, chapitre F sur les comparables boursiers, 2023 et paragraphe 2.3.3 ci-dessus.

¹¹⁶ Que celle-ci soit la manifestation d'une moindre liquidité ou d'un risque diversifiable ou spécifique non appréhendé par ailleurs.

5.2.3 Ajustement des multiples par l'application d'une prime de contrôle moyenne

Comme il est indiqué au paragraphe 2.2.1.4, il ne paraît **généralement** pas pertinent d'ajuster les multiples impactés à la hausse par la prise en compte de synergies à partir de la prime d'offre^[5] moyenne observée sur des études portant sur des offres publiques afin obtenir des multiples de transaction sans synergies^[6] (ou réciproquement).

Lorsque l'expert indépendant juge qu'il est nécessaire de retraiter un multiple de transactions notamment pour neutraliser des synergies, il justifie sa position.

5.2.4 Limite à l'ajustement des multiples calculés sur l'échantillon retenu

D'une manière générale, il est observé que le recours à différents ajustements sur les multiples calculés¹¹⁷ sont à limiter. Le recours à de multiples ajustements devrait conduire à s'interroger sur la pertinence de l'échantillon retenu et *in fine* de la méthode.

5.3 Application des multiples

L'application des multiples résultant de l'échantillon retenu permet d'aboutir respectivement à la valeur d'entreprise (cf. paragraphe 3.1.2) ou à la valeur des titres (cf. multiples paragraphe 3.1.1).

Dans le cas où l'application des multiples obtenus aboutit à une valeur d'entreprise, l'expert devra déterminer les agrégats de passage (dette financière, intérêts minoritaires, valeur des actifs hors exploitation...) pour aboutir à la valeur des titres.

En fonction de l'information disponible, il veillera à ce que les éléments de passage soient cohérents avec ceux pris en compte pour calculer la valeur d'entreprise des sociétés de l'échantillon de transactions comparables.

6. Synthèse – conclusion

La méthode analogique d'évaluation par les transactions comparables consiste à évaluer une société sur la base de multiples calculés en rapportant un agrégat de valeur (valeur d'entreprise ou valeur des titres) à un agrégat de performance homogène (EBITDA, EBIT, résultat net...), observés sur des transactions réalisées sur des sociétés considérées comme comparables.

Comme la méthode analogique basée sur les sociétés comparables cotées, la méthode des transactions comparables repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique selon lesquelles des actifs comparables en termes d'anticipation de croissance, de rentabilité des capitaux employés et d'exposition aux risques non diversifiables mesurée au travers de leur taux d'actualisation, doivent avoir le même prix.

La prise en compte des limites liées à l'information disponible et des spécificités liées aux données observées dans les transactions invitent l'expert indépendant à appliquer les bonnes pratiques qui suivent, tout en exerçant son jugement professionnel dans les différentes phases de mise en œuvre de la méthode :

[5] Cf. Recueil des notes relatives à l'expertise indépendante publiée par l'APEI, chapitre G sur les synergies, 2023.

[6] Soit d'effectuer un calcul du type : multiple impacté par l'existence d'une prime de contrôle / (1 + Prime moyenne observée sur une étude).

¹¹⁷ Pour tenir compte de différentiels de taux de croissance, de taux de profitabilité, de risque ou de taille.

- Sur la constitution de l'échantillon :
 - ✓ **L'échantillon des transactions retenues est constitué de sociétés suffisamment comparables** en termes de croissance des résultats, de rentabilité des capitaux employés et d'exposition aux risques non diversifiables mesurée au travers du taux d'actualisation. En pratique, cela conduit l'expert indépendant à prendre en compte, en fonction des informations disponibles, notamment le secteur d'activité, la zone de présence géographique, le positionnement concurrentiel sur le marché considéré, le modèle économique, les performances historiques et la taille mesurée au travers du montant de la transaction ou d'agrégats reflétant l'importance de l'activité.
 - ✓ **L'échantillon privilégie des transactions récentes**, sauf si des événements intervenus au cours de cette période ne permettent pas de disposer de données homogènes entre la société à évaluer et les sociétés de l'échantillon.
 - ✓ **Les transactions retenues supposent une fiabilité suffisante des informations** qui peut être obtenue notamment par la consultation de bases de données spécialisées et des informations portant directement sur la transaction (communiqués de presse, rapports annuels...).
 - ✓ L'échantillon est construit en identifiant si les multiples sont impactés ou non par les synergies pour l'adapter au contexte de l'évaluation effectuée.

En tout état de cause, il ne paraît généralement pas pertinent d'ajuster des multiples impactés à la hausse par la prise en compte de synergies à partir de la prime d'offre moyenne observée sur des études portant sur des offres publiques afin d'obtenir des multiples de transactions sans synergies (ou réciproquement).

Lorsque l'expert indépendant juge qu'il est nécessaire de retraiter un multiple de transactions notamment pour neutraliser, il justifie sa position.

- ✓ **In fine, l'expert s'assure que son échantillon est constitué d'un nombre suffisant de transactions pour lesquelles il a pu s'assurer, à partir de l'information disponible, de sa bonne comparabilité** avec la société à évaluer, de manière à obtenir un multiple moyen / médian significatif d'un point de vue statistique. Ainsi, un échantillon composé de peu de sociétés au degré de comparabilité élevé peut être privilégié à un échantillon large de sociétés au degré de comparabilité limité.
- **Sur le choix et le calcul des multiples :**
 - ✓ **Le choix d'un ou plusieurs agrégats est fonction de sa/leur capacité à refléter de manière cohérente les perspectives de croissance de résultat, de rentabilité des capitaux employés et d'exposition aux risques non diversifiables de la société à évaluer** compte tenu de sa maturité, sa situation dans le cycle économique, des biais résultant des normes comptables appliquées... plutôt qu'un agrégat dont le seul intérêt serait sa disponibilité. Il explicite dans son rapport le choix du ou des multiples retenu(s).
 - ✓ Le prix des transactions est analysé pour vérifier, en fonction de l'information disponible, s'ils **prennent en compte d'éventuels compléments de prix et ne sont pas biaisés par des clauses particulières**.
 - ✓ **La cohérence entre la manière dont les multiples des transactions sont calculés et la manière dont ils sont appliqués¹¹⁸ est vérifiée.**

¹¹⁸ Par exemple, de manière non limitative, la cohérence entre l'exercice de calcul du multiple pour les transactions et l'exercice d'application du multiple pour la société à évaluer en tenant compte de leur caractère normatif, la cohérence entre la valeur d'entreprise et les agrégats retenus lorsque des acquisitions ont été réalisés en cours d'exercice, la cohérence entre les ajustements réalisés pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des titres de la société à évaluer et les ajustements pris en compte pour calculer le(s) multiple(s) de valeur d'entreprise des transactions comparables.

- ✓ Les sources utilisées pour le calcul des multiples des transactions sont présentées. Le cas échéant, il est précisé si les multiples retenus résultent de la lecture des bases de données spécialisées ou ont été recoupées à partir d'autres sources d'informations (communiqués de presse, rapports annuels...).
 - ✓ Le calcul d'un multiple sur la base d'une régression suppose de mesurer la fiabilité statistique de l'approche.
 - ✓ **D'une manière générale, les ajustements sur les multiples calculés sur les transactions comparables sont à limiter**
- **Sur les résultats de la méthode :**
 - ✓ **L'Expert indépendant vérifie le degré de dispersion des multiples observés sur l'échantillon de transactions** En pratique, le caractère limité de l'information disponible sur les sociétés objets des transactions permet rarement de rationaliser l'origine de cette dispersion, raison pour laquelle les transactions à l'origine de cette dispersion ne sont pas écartées. Dans cette situation, la solution peut consister à utiliser une médiane si la dispersion est liée à un nombre limité de multiples « extrêmes », ou à utiliser le multiple moyen d'un sous-échantillon aux multiples plus homogènes dont la société évaluée partagerait plus fortement les caractéristiques. Dans les autres cas, l'expert indépendant devrait faire le constat de l'absence de pertinence des multiples résultant de l'échantillon constitué et écarter l'application de la méthode, même à titre informatif ou indicatif.
 - ✓ **L'expert indépendant hiérarchise la portée à donner aux résultats de la méthode des transactions comparables** dans le corps de son rapport en fonction de l'information pertinente disponible et des caractéristiques des titres objets de l'offre et du contexte de l'offre¹¹⁹.

¹¹⁹ Voir la note relative à la hiérarchisation des critères dans le cadre de l'approche d'évaluation de l'expert indépendant publiée par l'APEI.

Annexe : Composition du groupe de travail

Rapporteur du groupe :

- Teddy Guerineau (Didier Kling Expertise & Conseil)

Membres du groupe :

- Yohan Bonnet (Crowe HAF)
- Olivier Courau (Finexsi)
- Romain Lobstein (Abergel & Associés)

Damien Potdevin (JPA International)

H. Synergies

Ce chapitre consacré aux synergies s'articule autour des parties suivantes :

- les aspects économiques de la prise en compte des synergies dans les offres publiques ;
- les aspects réglementaires de la prise en compte des synergies ;
- le point de vue de certains actionnaires minoritaires sur les synergies ;
- Le rôle et les diligences de l'expert indépendant dans la prise en compte des synergies.

1. Les aspects économiques de la prise en compte des synergies dans les offres publiques

1.1 Définition des synergies

Les synergies (dyssynergies) correspondent à l'ensemble des effets opérationnels et financiers positifs (négatifs) résultant du rapprochement de deux sociétés dont il est attendu qu'elles contribuent à créer (détruire) de la valeur, par rapport à la valeur *standalone* de chacune des sociétés objet du rapprochement.

L'analyse des synergies conduit usuellement à effectuer plusieurs distinctions.

En premier lieu, il est usuel de distinguer les synergies en fonction de leur nature, comme cela est effectué dans la définition qui vient d'être proposée :

- Les **synergies opérationnelles** correspondent à l'ensemble des effets positifs qu'un rapprochement peut produire sur la conduite des opérations d'une société.

Au sein des synergies opérationnelles, il est courant d'introduire une distinction supplémentaire entre :

- ✓ les **synergies de coûts**, c'est-à-dire l'ensemble des effets permettant, à la combinaison des entreprises, de disposer de coûts moins élevés grâce notamment à la réalisation d'économies d'échelle (mutualisation de fonctions support, d'unités de production, d'investissements...), à l'augmentation du pouvoir de négociation vis-à-vis de fournisseurs, l'implémentation des meilleures pratiques existantes...
- ✓ les **synergies de revenus**, c'est-à-dire l'ensemble des effets permettant, à la combinaison des entreprises, de disposer de revenus plus élevés grâce à une augmentation de leur *pricing power* et / ou de leur volume de vente.
- Les **synergies financières** correspondent quant à elles à l'ensemble des effets positifs qu'un rapprochement peut avoir sur les aspects financiers du fonctionnement d'une entreprise et son coût du capital (coûts et capacités d'endettement, optimisation de l'utilisation des déficits reportables ou de la valeur des économies d'impôts liés à la dette, allocation du capital...), la réalité de ces dernières étant toutefois sujette à d'importantes controverses.

En second lieu, il est habituel d'introduire une distinction selon que l'initiateur soit un acteur industriel ou un acteur financier, compte tenu de leur capacité respective présumée à générer des synergies opérationnelles et/ou financières.

1.2 Synergies et primes

La question des synergies s'invite dans le débat sur le caractère équitable du prix auquel les offres publiques d'achat et d'échange sont effectuées car elles sont à l'origine d'un complément de valeur qui est susceptible d'être pris en compte par l'initiateur, quand il détermine le prix de son offre, et de se matérialiser dans les primes observées, dont le niveau peut être remis en cause par les actionnaires minoritaires.

Afin de clarifier le débat sur l'articulation entre synergies et primes d'un point de vue économique, il nous semble tout d'abord important de définir précisément deux types différents de primes.

D'une part, la **prime de contrôle** correspond à la **majoration** qu'un acquéreur **accepte de payer afin d'obtenir le contrôle** d'une cible **par rapport à sa valeur *standalone* sous la gestion de sa direction actuelle**. Ainsi définie, la prime de contrôle peut dépendre des deux éléments suivants :

- la valeur susceptible d'être créée en raison d'une meilleure gestion de la cible¹²⁰ et de son partage ;
- Ce surcroît de valeur résulte du fait que les équipes de direction disposent de compétences distinctives de telle sorte qu'une équipe de direction peut optimiser la valeur *standalone* d'une société par rapport à ce qu'est susceptible de faire une autre équipe¹²¹.
- la valeur des synergies résultant du rapprochement avec l'acquéreur et de leur partage.

Ce surcroît de valeur est propre à chaque acquéreur potentiel dans la mesure où chaque rapprochement constitue une combinaison unique d'actifs d'exploitation.

D'autre part, la **prime d'offre** correspond à **l'écart observé** entre le **prix offert dans le cadre de l'offre et le cours de bourse observé à la date d'annonce de l'offre**¹²². Ainsi définie, la prime d'offre dépend de :

- l'écart (positif ou négatif) entre le cours de bourse observé à la date d'annonce et la valeur *standalone* de la cible sous la gestion de sa direction actuelle ;
- la prime de contrôle, le cas échéant ;
- tout élément relatif au contexte de l'offre susceptible d'influencer le prix auquel elle est libellée (liquidité...).

Sur la base de cette distinction, les observations suivantes peuvent être effectuées concernant l'articulation entre les synergies, la prime de contrôle et la prime d'offre :

1/ La prime de contrôle est une donnée propre à chaque initiateur car elle dépend :

- de sa capacité à améliorer la gestion de la cible par rapport à l'équipe dirigeante en place ;
- de sa capacité à générer des synergies compte tenu de la combinaison d'actifs unique qu'il peut réaliser ;
- du pouvoir de négociation entre l'initiateur et la cible (directement ou via ses actionnaires).

Pour l'exprimer autrement, il n'existe pas de règle systématique de détermination de la prime de contrôle ou de répartition des synergies car chaque initiateur se retrouve dans une situation différente concernant sa capacité à générer les constituants de la prime de contrôle et chaque opération intervient dans un contexte unique, en ce qui concerne le pouvoir de négociation dont une cible et ses actionnaires peuvent disposer par rapport à l'initiateur.

2/ En théorie, la mise en œuvre d'un processus de cession concurrentiel d'une société devrait conduire à ce que le prix proposé intègre la prime de contrôle du deuxième meilleur acquéreur possible¹²³. En pratique, un tel résultat n'est pas garanti en raison d'une multitude de facteurs :

- le processus de cession peut ne pas avoir été conduit de manière concurrentielle et / ou optimale ;
- il existe de nombreuses asymétries d'informations qui peuvent conduire à ce qu'un acquéreur sur ou sous-estime ce que son concurrent peut offrir ;

¹²⁰ Le groupe de travail de la SFEV sur les primes et décotes dans le cadre des évaluations financières utilise le terme de **prime de contrôle en soi** pour définir cette source de valeur complémentaire (cf. page 9).

¹²¹ Cette notion renvoie à la notion de best owner développée par le cabinet McKinsey (voir, *The Four Cornerstone of Corporate Finance*, pages 53 et suivantes).

¹²² Cette prime peut être différente selon la référence de cours utilisée (spot, moyenne sur 20 jours, 60 jours, 1 mois, 3 mois...).

¹²³ Théoriquement, dans un processus d'enchère où chaque acquéreur dispose des mêmes informations que ses concurrents, ce processus va s'interrompre lorsque le meilleur acquéreur possible aura proposé un prix correspondant à ce que le deuxième meilleur acquéreur possible pourra proposer.

- il est particulièrement délicat d'estimer la valeur qui pourrait résulter de l'amélioration de la gestion d'une entreprise et / ou de la mise en œuvre de synergies ;
- un acquéreur peut surestimer sa capacité à améliorer la gestion d'une cible et à générer des synergies comme l'atteste les nombreuses études empiriques sur les offres publiques qui font apparaître qu'elles détruisent en moyenne de la valeur pour l'acquéreur¹²⁴.

Le rappel de ce principe théorique et des limites qu'il rencontre en pratique offre l'intérêt de mettre en lumière les observations suivantes :

- un initiateur agissant de manière rationnelle ne va pas intégrer dans le prix d'offre l'intégralité des synergies qu'il estime pouvoir réaliser ;
- le prix d'offre intégrera une part d'autant plus importante des synergies que (i) un processus de mise en concurrence optimal aura été mis en œuvre et (ii) il existe un nombre important d'acquéreurs possibles disposant de synergies à réaliser ;
- l'analyse du processus de fixation du prix d'offre apparaît comme un complément utile à l'exercice de chiffrage des synergies qui présente de nombreuses limites (le chiffrage des synergies ne résout pas la question de leur partage, les informations nécessaires pour effectuer ce chiffrage sont parfois limitées, cf. infra).

3/ Toutes les offres publiques ne sont pas susceptibles de permettre à l'initiateur de payer une prime de contrôle, notamment si :

- la valeur *standalone* sous la gestion de la direction actuelle intègre d'ores et déjà les synergies que l'initiateur peut mettre en œuvre car il dispose déjà du contrôle et le plan d'affaires prend en compte leur réalisation ;
- l'initiateur est un type d'acteur qui ne dispose pas nécessairement de la capacité à améliorer la gestion (car il va se reposer sur la direction actuelle) et / ou à générer des synergies car il ne dispose pas d'actifs complémentaires à ceux de la cible.

On notera, toutefois, que les fonds de *private equity* peuvent avoir pour objectif d'acquérir une société afin de disposer d'une plate-forme pour effectuer des opérations de *build-up* ¹²⁵.

Une opération où l'initiateur n'est pas en mesure de payer de prime de contrôle peut toutefois encore faire apparaître une prime d'offre car il peut exister un écart entre le cours de bourse et la valeur *standalone* de la cible ou des circonstances particulières à l'offre.

¹²⁴ Plus précisément, les études empiriques font apparaître que les offres publiques créent en moyenne de la valeur (car on constate empiriquement qu'en moyenne la somme de la capitalisation boursière de l'initiateur ex post et du prix proposé pour la cible est supérieure à la somme de la capitalisation boursière de l'initiateur et de la cible ex ante) mais que celle-ci est appréhendée en moyenne en totalité voire plus par les actionnaires de la cible (car la capitalisation boursière de l'initiateur diminue en moyenne à la suite de l'annonce de l'offre tandis que le prix proposé pour la cible fait apparaître une prime par rapport à sa capitalisation boursière ex ante).

Les revues de littérature académiques les plus récentes, à notre connaissance, sur ces questions sont :

- Renneboog, L., Vansteenkiste, C., Failure and success in mergers and acquisitions, 2019, Journal of Corporate Finance
- Mulherin, J.H., Netter, J.M., Poulsen, A.B., The Evidence on Mergers and Acquisitions: A Historical and Modern Report, 2017, The Handbook of the Economics of Corporate Governance.
- Eckbo, B.E., Bidding Strategies and Takeover Premiums, 2009, Journal of Corporate Finance

¹²⁵ Voir par exemple, Bain, Global Private Equity Report 2019, Buy-and-build: Powerful strategy, hard to pull off, pages 37 à 46

4/ Les références aux primes moyennes observées dans les études sur les offres publiques doivent être utilisées avec prudence pour appréhender le niveau de la prime qui devrait être observée sur une opération particulière en raison notamment d'un partage des synergies, pour les raisons suivantes :

- le principal enseignement à tirer du niveau des primes observées dans le cadre d'une offre est sans doute leur dispersion plutôt que leur niveau moyen ou médian¹²⁶ ;
- les primes observées fluctuent en fonction des conditions de marché, ce qui peut résulter du fait que les cours de bourse varient plus que les valeurs *standalone*¹²⁷.

Cette dispersion témoigne de l'hétérogénéité des situations existantes et de l'importance de l'analyse du contexte (notamment de marché) propre à chaque offre étudiée.

2. Les aspects réglementaires de la prise en compte des synergies

2.1 Sur le principe de prise en compte des synergies par l'expert indépendant

La recommandation de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après, « **AMF** ») doc-2006-15 du 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante pose, dans sa partie consacrée à la mise en œuvre d'une approche multicritères (cf. page 5), le principe par lequel l'expert indépendant prend en compte dans ses travaux les synergies résultant d'une opération dans les termes suivants : « *lorsqu'il est fait état de synergies susceptibles de résulter du rapprochement avec la société visée, l'expert indépendant indique, **le cas échéant**, comment il a pris en compte ces synergies* » (gras ajouté).

Il ressort de cette rédaction que :

- l'expert doit, dans les cas où des synergies relatives à une opération sont mentionnées, indiquer la manière dont il les a prises en compte ;
- l'expert dispose d'une liberté dans la manière de les prendre en compte, aucune obligation ou précision complémentaire n'étant apportée par l'AMF sur ce point.

A cet égard, on peut observer que le principe de prise en compte d'une prime de contrôle dans les offres publiques, dont le fondement économique peut reposer sur la capacité à générer des synergies, a été confirmée à plusieurs reprises par la jurisprudence :

- La jurisprudence, élaborée par le Conseil constitutionnel en 1986, à l'occasion principalement des contentieux liés aux privatisations, a rappelé « *que le prix d'acquisition d'un ensemble d'actions donnant à un groupe d'acquéreurs le contrôle de la société doit être fixé en tenant compte de cet avantage spécifique* ».

¹²⁶ Le rapport du groupe de travail de la SFEV sur les primes et décotes dans le cadre des évaluations financières (cf. page 10) relève que l'analyse des primes payées à l'occasion de transactions intervenues sur des cibles cotées dont le siège est situé en Europe de l'Ouest, entre le 1^{er} janvier 2006 et le 31 juillet 2017, fait que « *un quart des transactions s'est effectué avec une prime inférieure à 5% en moyenne, et 32% avec une prime comprise entre 5% et 25% (à la date des rumeurs)* ».

¹²⁷ Le rapport du groupe de travail de la SFEV sur les primes et décotes dans le cadre des évaluations financières (cf. page 10) relève également que l'analyse des primes payées dans le cadre des offres publiques réalisées en France entre 2013 et 2017 fait ressortir une prime médiane par rapport au dernier cours de bourse avant annonce officielle de l'opération ou avant rumeur comprise entre 15% et 24% sur la période 2013 et 2017, soit un niveau inférieur à celui observé sur les 4 années précédentes (dont une médiane de 50% observée en 2009).

- Le Conseil d'Etat a reconnu la validité des primes accordées aux blocs majoritaires dans divers arrêts, et notamment dans un arrêt du 16 mai 1975 dans lequel il confirme qu'un prix peut correspondre à la valeur intrinsèque de la société cible augmentée de la valeur que l'acquéreur pouvait ajouter à son propre fonds de commerce en s'assurant le contrôle total sur l'activité d'une entreprise jusque-là indépendante.

2.2 Sur les questions posées par les synergies au regard du fondement réglementaire de la nomination de l'expert

Les questions relatives à l'analyse et la prise en compte des synergies dans le cadre d'une offre publique peuvent être utilement rapprochées des circonstances dans lesquelles il existe une obligation de nommer un expert indépendant, en particulier lorsque (i) il est susceptible d'exister des conflits d'intérêts (article 261-1 I du Règlement général de l'Autorité des Marchés financiers, ci-après « **RGAMF** ») au sein de l'organe compétent devant produire l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 du RGAMF et (ii) l'initiateur a exprimé son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire (article 261-1 II du RGAMF)¹²⁸.

En effet :

D'une part, le partage des synergies dépend du pouvoir de négociation entre la cible et l'initiateur (cf. supra).

Il apparaît alors pertinent qu'un expert indépendant s'interroge sur le rôle joué dans ces négociations par l'organe compétent devant produire l'avis motivé et si les potentiels conflits d'intérêts identifiés au sein de cet organe ont été susceptibles de représenter un frein au plein exercice par la cible de son pouvoir de négociation.

En ce sens, la recommandation AMF doc-2006-15 du 10 février 2020 (page 5) indique que : « *lorsqu'il établit son rapport au titre de l'existence de conflits d'intérêts liés à l'offre (...), 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* ».

Or, un partage défavorable des synergies entre la cible et l'initiateur constituerait une conséquence économique et financière défavorable pour les porteurs de titres visés par l'offre résultant d'une situation de conflit d'intérêt.

D'autre part, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire peut priver un actionnaire minoritaire de l'opportunité de demeurer au capital de la cible et de bénéficier, au travers de l'appréciation de son cours de bourse, des retombées du rapprochement, notamment liées aux synergies.

Il apparaît alors pertinent qu'un expert indépendant s'interroge si le prix d'offre est suffisant au regard de la perte d'opportunité que peut représenter l'impossibilité de rester au capital d'une société après son rapprochement avec l'initiateur.

¹²⁸ Cette obligation résulte également des cas où l'offre est susceptible de porter atteinte à l'égalité de traitement entre les actionnaires et les porteurs des autres instruments financiers visées par cette offre (article 261-1 I 5° RGAMF) et où une augmentation de capital avec une forte décote est réalisée (article 261-2 RGAMF).

2.3 Sur les questions posées par la prime de contrôle au regard du caractère facultatif ou obligatoire de l'offre

2.3.1 Cas des offres obligatoires ou facultatives du point de vue de l'initiateur

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

Ainsi, dans les cas où l'initiateur aurait payé une prime pour acquérir les titres de la société cible dans les 12 mois qui précèdent, l'actionnaire minoritaire bénéficiera également de cette prime qui peut intégrer une prime de contrôle (cf. la distinction entre les notions de prime d'offre et de prime de contrôle du paragraphe 1.1). Pour les actionnaires minoritaires, la prime de contrôle est ainsi légitimée, le cas échéant, par des considérations juridiques. Cette disposition permet de protéger efficacement les actionnaires minoritaires, même si d'un point de vue économique il peut paraître discutable de payer une prime de contrôle à un actionnaire minoritaire, qui par définition ne cède pas le contrôle.

Dans le cadre d'une offre d'achat facultative pour l'initiateur, l'intégration d'une prime de contrôle dans le prix offert dépendra de la volonté ou non de l'initiateur d'obtenir effectivement le contrôle.

2.3.2 Cas des offres obligatoires ou facultatives du point de vue de l'actionnaire minoritaire

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

Ainsi :

- l'actionnaire minoritaire a droit en principe à la prime de contrôle si l'offre fait suite à une prise de contrôle (offre devant obligatoirement être lancée par l'initiateur) et ce pour autant que cette prise de contrôle ait effectivement donné lieu au paiement d'une prime de contrôle, que l'offre reste facultative ou non pour l'actionnaire minoritaire ;
- le paiement d'une prime de contrôle ne s'impose pas nécessairement, en revanche, lorsque l'initiateur lance une offre de renforcement de contrôle, que cette offre soit facultative ou obligatoire pour l'actionnaire minoritaire, ne serait-ce que parce que le cours de bourse et le plan d'affaires de la cible sont susceptibles d'intégrer déjà les synergies du contrôle préexistant.

2.4 Sur la documentation à la disposition de l'expert indépendant concernant les synergies

La prise en compte par l'expert indépendant des synergies susceptibles de résulter d'un rapprochement soulève la question de la documentation dont il dispose concrètement pour effectuer ses travaux.

La réglementation indique, au travers de la recommandation AMF doc-2006-15 du 10 février 2020 (page 2), que l'expert indépendant « *a en outre accès aux données nécessaires à l'appréciation des synergies attendues dans le cadre de l'opération étudiée lorsque leur montant est rendu public conformément à l'article 2 3° f) de l'instruction AMF DOC-2006-07, et notamment en cas d'offre publique d'échange* » (gras ajouté par nous).

L'expert s'avère donc tributaire des informations qui lui sont communiquées par l'initiateur, qui ne se trouve dans l'obligation de les lui fournir, que lorsque le montant des synergies a été rendu public.

En pratique les membres de l'APEI constatent que le montant des synergies n'étant pas toujours rendu public par l'initiateur, même parfois dans des cas où celles-ci paraissent évidentes, ils ne disposent souvent pas d'une documentation aussi complète que souhaitable (absence de détails fournis par l'initiateur sur les synergies ou déclaration de l'initiateur selon laquelle le travail d'identification et d'estimation des synergies n'avait pas été réalisé).

En complément des données fournies par l'initiateur, on peut noter que l'expert indépendant peut envisager d'avoir recours à une source d'informations de marché : les prévisions établies par les analystes financiers concernant les synergies. Ces prévisions peuvent constituer un élément dont l'expert prend connaissance et se sert pour interroger l'initiateur. Il convient toutefois de noter que ces données résultant des analystes ne peuvent pas se substituer complètement à une documentation provenant de l'initiateur et que cela suppose un suivi de bonne qualité par les analystes de la société cible et / ou de l'initiateur.

De même, le marché peut apporter une information utile à l'expert indépendant. Lorsque le titre de l'initiateur de l'offre est coté, l'augmentation de son cours après l'annonce de l'opération envisagée peut être un indicateur de l'existence de synergies et du niveau de leur partage. Cette situation renvoie à la question du processus de négociation et du pouvoir de négociation entre la cible et l'initiateur que l'expert doit analyser (cf. supra).

3. Le point de vue de certains actionnaires minoritaires

L'expérience des membres de l'APEI montre que certains actionnaires minoritaires considèrent que le prix équitable correspond à la valeur fondamentale à laquelle on doit ajouter une partie de la valeur additionnelle créée par l'opération.

Selon eux, la prime d'offre proposée par l'initiateur qui veut prendre le contrôle devrait capter une part significative de la valeur induite par la mise en œuvre des synergies.

La pertinence de ce point de vue dépend (i) de la capacité de l'initiateur à générer des synergies ou à améliorer la gestion existante et (ii) du pouvoir de négociation entre l'initiateur et la cible (directement ou via ses actionnaires).

Rappelons que dans le cas d'une offre émanant d'un actionnaire qui a déjà le contrôle, la question des synergies ne devrait pas se poser car le cours de bourse devrait avoir intégré le bénéfice des synergies attendues tandis que le plan d'affaires devrait également les refléter. Finalement, la question des synergies ne pourrait se poser que si une prise de contrôle totale aboutissait à un niveau de synergies différent par leur nature ou leur montant de celles issues d'une situation de contrôle partiel préexistant à l'offre.

4. Le rôle et les diligences de l'expert indépendant dans la prise en compte des synergies

1. Les synergies doivent être systématiquement examinées par l'expert indépendant qui doit interroger l'initiateur, seul débiteur d'une information précise sur le sujet et exercer son esprit critique sur les informations communiquées.
2. Le questionnement de l'expert relatif aux synergies doit se faire au regard du fondement réglementaire sur la base duquel il a été désigné.

3. L'analyse des synergies menée par l'expert doit être réalisée en premier lieu sur la base de la documentation en provenance de l'initiateur, et subsidiairement, le cas échéant, à partir de données externes, en particulier les notes de broker portant sur la cible ou l'initiateur, données qui doivent être, en toutes hypothèses, discutées avec l'initiateur.

Ainsi, au regard de l'article 3 de l'instruction DOC 2006-08 du 28 septembre 2006 modifié le 10 février 2020, il semble particulièrement approprié que l'expert indépendant obtienne, outre le plan d'affaires *stand alone* de la cible, également le plan d'affaires élaboré par l'initiateur, afin de discuter utilement avec les équipes de direction de la cible et de l'initiateur.

4. L'analyse des synergies peut utilement prendre à la fois une dimension quantitative et qualitative, au travers de l'analyse du contexte et du processus de fixation du prix d'offre et du rôle qu'a joué l'organe compétent devant produire l'avis motivé mentionné à l'article 231-19.
6. Les synergies et leur partage sont une composante de la prime de contrôle qui est une donnée propre à chaque initiateur. Il n'existe pas de règle systématique de détermination de la prime de contrôle car :
 - chaque initiateur se trouve dans une situation différente concernant sa capacité à générer chacune de ses composantes ;
 - chaque opération intervient dans un contexte unique en ce qui concerne :
 - ✓ le pouvoir de négociation dont une cible peut disposer par rapport à l'initiateur pour le partage des synergies ;
 - ✓ le caractère facultatif ou obligatoire de l'offre pour l'initiateur (pour son lancement) et l'actionnaire majoritaire (pour y répondre).

En conséquence, dans l'appréciation des synergies, l'expert doit faire preuve de transparence tant en ce qui concerne la nature, le chiffrage, les sources d'informations qu'il utilise et la manière dont il a étudié les conséquences des éventuels conflits d'intérêts à l'origine de sa nomination.

7. Toutes les offres ne sont pas susceptibles de permettre à l'initiateur de payer une prime de contrôle (selon la définition que nous en avons donné), notamment parce que l'exercice préalable du contrôle peut conduire à ce que la valeur de la cible intègre déjà l'ensemble des synergies possibles.
8. La prise en compte des synergies est un élément d'appréciation mais pas le seul permettant à l'expert de se prononcer sur le caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'offre publique. L'expert indépendant pourra utilement se référer au chapitre suivant sur la question du prix équitable pour intégrer les éléments utiles à son appréciation.

Annexe : Participants au groupe de travail

Le présent chapitre a été initialement établi en 2010 par un groupe de travail composé des membres suivants :

- Pierre Béal (BMA)
- Jean-Philippe Bertin (Conseil Audit et Synthèse)
- Laurent Brun (Cailliau Dedouit et Associés)
- Jean-Louis Mullenbach (BMA)
- Jean-Florent Rérolle (Houlihan Lokey)

Il a fait l'objet d'une mise en jour, dans le cadre des travaux d'harmonisation des publications de l'APEI achevés en 2022 par un groupe de travail dont la composition est fournie en introduction, sur la base des propositions de quatre rapporteurs, à savoir :

- Armelle Deydier (Ricol Lasteyrie)
- Teddy Guerineau (Didier Kling Expertise & Conseil)
- Joëlle Lasry (Lasry Finance)
- Edouard Loeper (Prorevise)

I. Prix équitable

Après un propos liminaire sur le concept du prix équitable, ce chapitre s'articule autour des parties suivantes :

- la nécessité de se référer à la valeur fondamentale ;
- la prise en compte du contexte de l'offre ;
- les réflexions sur la prime de contrôle et les synergies ;
- les autres éléments à prendre en considération : liquidité et accords connexes ;
- la construction d'une grille d'analyse des facteurs susceptibles d'affecter le caractère équitable du prix.

Il s'achève sur une synthèse générale et des recommandations.

Propos liminaires sur le concept du prix équitable

Au regard du droit boursier, la notion d'équité du prix d'une offre publique vise à apprécier le traitement des intérêts des actionnaires minoritaires par rapport à ceux des autres parties prenantes à l'opération (l'initiateur et les actionnaires qui auraient un accord avec ce dernier).

Directive européenne et cadre réglementaire français

Cette notion d'équité trouve son origine réglementaire dans la directive européenne 2004/25/CE du 21 avril 2004 transposée en France par la loi 2006-387 du 31 mars 2006 ayant donné lieu à l'arrêté du 18 septembre 2006 modifiant le RG-AMF.

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

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

- dans le cas des offres devant obligatoirement être déposées (offres obligatoires pour l'initiateur), au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre, sauf changement manifeste des caractéristiques de la société ou du marché de ses titres (art. 234-6 du RG-AMF) ;
- dans le cas des offres de fermeture, à la moyenne pondérée (par les volumes) des cours sur les 60 jours de bourse précédant le dépôt.

S'agissant des offres de fermeture, l'Instruction AMF-DOC-2006-07 relative aux « Offres publiques d'acquisition »¹²⁹ précise désormais : « *Lorsque l'offre est déposée par un actionnaire détenant déjà ou venant à détenir directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée, l'initiateur doit également justifier, le cas échéant, des raisons pour lesquelles le prix ou la parité proposés font ressortir une valeur inférieure :*

- *à l'actif net comptable ;*
- *à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de transactions, pendant les 60 jours, 120 jours et 180 jours de négociation précédant l'annonce ou le fait générateur de l'offre. Pour les besoins de ce calcul, les cours et volumes utilisés sont ceux constatés sur le marché sur lequel les actions de la société visée bénéficient de la liquidité la plus importante ;*
- *au prix extériorisé par toute opération significative intervenue sur le capital de la société visée lors des 18 mois précédant l'annonce ou le fait générateur de l'offre.*

*L'initiateur doit également justifier des raisons pour lesquelles ces références ne sont pas retenues. »*¹³⁰

En matière de retrait obligatoire, le RG-AMF fait toutefois référence à une évaluation des titres de la société visée effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs, tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité (art. 237-3 du RG-AMF, renvoi au L 433-4 du code monétaire et financier).

¹²⁹ Document créé le 28 septembre 2006, modifié le 29 avril 2021.

¹³⁰ Cf. chapitre 1^{er} - Offres publiques portant sur des instruments financiers, art. 2 Note d'information de l'initiateur, 2 a).

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

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

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

La loi française définit trois composantes pour le prix équitable :

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

Prisme international

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

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

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

Il convient également de se pencher sur les différents concepts et définitions de valeur proposés par l'IVSC, l'IASB, l'OCDE ou encore l'administration fiscale US (IRS – Internal Revenue Service).

L'IVSC au travers de sa norme IVS 104¹³¹ fait l'inventaire des différentes bases de la valeur (basis of value) :

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

Selon l'OCDE, la notion de « *fair market value* » correspond au prix qui résulte d'une transaction sur un marché ouvert, tandis que l'IRS définit cette notion de « *fair market value* » comme le prix auquel l'actif serait échangé entre un acheteur consentant et un vendeur consentant, aucun des deux n'étant dans une situation le contraignant à acheter ou vendre, et tous deux ayant une connaissance raisonnable des faits pertinents (« *price at which the property would change hands between a willing buyer and a willing seller, neither being under any compulsion to buy or to sell and both having reasonable knowledge of relevant facts* »)¹³².

L'IVSC fait référence à la notion de « *fair value* » (IFRS 13), qui correspond au prix qui s'établit entre acteurs/opérateurs de marché (« *market participants* ») à une date donnée. Il considère que la notion de « *equitable value* » est une forme particulière de « *fair value* ». Il définit la valeur équitable comme le prix estimé pour le transfert d'un actif ou d'un passif entre des parties identifiées, bien informées, qui reflète les intérêts respectifs de ces parties (§ 50.1). Le § 50.2 précise que sont pris en compte les avantages ou désavantages respectifs qui découleraient de la transaction pour chacune d'elles alors que « la valeur de marché » (ou « *market value* ») requiert que soit ignoré tout avantage qui ne serait pas disponible pour tout acteur de marché. Le §50.3 poursuit en indiquant que l'*equitable value* est un concept plus large que la *market value* car elle peut intégrer des éléments de synergie.

Mutatis mutandis, il ressort de cette notion de valeur équitable que le prix équitable d'une offre publique peut donc inclure un partage au moins partiel des synergies entre l'initiateur et les actionnaires de la société faisant l'objet de l'offre.

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

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

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

¹³¹ IVS 140 - Bases of value - Normes Internationales d'évaluation-31 janvier 2020.

¹³² Pour l'IASC : *Fair market value is traditionally defined as the price at which an entity would change hands between a willing buyer and a willing seller, with neither being required to act, and both having reasonable knowledge of the relevant facts. U.S. Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) define fair value as "the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date."*. Accounting Standards Codification (ASC) Topic 820.

Pour autant, le texte de l'IVS 104 (§ 50.1 à § 50.3) n'apporte pas de précision explicite quant aux modalités d'un partage des avantages entre les différentes parties prenantes dans l'appréciation de l'« *equitable value* », bien qu'il cite explicitement la prise en compte des synergies¹³³.

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

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

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

Dans ce contexte, il convient tout d'abord de définir une démarche permettant de rechercher tous les éléments à prendre en compte par l'initiateur pour justifier le prix retenu. À cet effet, le Groupe de Travail s'est attaché à exposer sa vision sur la notion de valeur fondamentale (partie 1), puis sur l'analyse du positionnement du prix par rapport à cette valeur, en fonction du contexte des opérations (partie 2). Il s'est ensuite penché sur différents éléments pouvant être pris en considération : synergies et prime de contrôle, liquidité, accords connexes (parties 3 et 4). Enfin, ses réflexions l'ont conduit à proposer une grille d'analyse destinée à l'expert indépendant pour lui permettre de prendre en compte les principaux points de vigilance soulevés par les opérations d'offres publiques, en fonction de leur typologie (partie 5).

1. La nécessité de se référer à la valeur fondamentale

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

1.1 Définition de la valeur fondamentale

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

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

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

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

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

1.2 Valeur fondamentale et cours de bourse

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

La relation entre le cours de bourse et la valeur fondamentale a fait l'objet de nombreuses études académiques. Elle se rattache à la notion de marché efficient évoquée par Fama en 1970 et définie comme un marché dans lequel les prix reflètent pleinement et toujours l'information disponible¹³⁴. Dans un marché efficient, le prix constituera, à tout moment, un bon estimateur de sa valeur intrinsèque. La corrélation est, en ce sens, fonction de l'efficacité informationnelle des marchés.

Selon le principe de l'efficacité informationnelle des marchés boursiers, et dans le sens précis où tous les agents achèteraient et vendraient des actions en fonction de la seule information relative aux déterminants fondamentaux de la valeur de l'entreprise, adoptant en cela une attitude rationnelle, la valeur boursière d'une action serait mécaniquement égale à sa valeur fondamentale¹³⁵.

Cependant, la recherche académique s'est également penchée sur l'analyse des écarts observés entre le cours de bourse et la valeur fondamentale, pointant notamment les déficiences informationnelles des marchés boursiers qui peuvent contribuer à générer des effets de bulles et de parasitage par bruits (rumeurs,...). Elle a également « *mis en évidence des écarts entre le cours de bourse et la valeur fondamentale qui trouvent en particulier leur origine dans les coûts d'accès et de traitement de l'information¹³⁶, les coûts et les risques que les investisseurs supportent pour arbitrer les inefficiences identifiées¹³⁷ et les biais comportementaux systématiques des investisseurs¹³⁸* ».

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

1.3 Cadre méthodologique de la Recommandation AMF

La Recommandation AMF n°2006-15 relative à l'« Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières » (ci-après la « **Recommandation AMF** ») préconise la mise en œuvre, par l'expert, d'une « *approche multicritère qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation* ». ¹³⁹

Elle développe ce point en distinguant :

- les **méthodes** d'évaluation regroupant :
 - ✓ les approches analogiques qui « consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées, soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été rendues publiques » ;

¹³⁴ E. Fama – Efficient capital markets: a review theory and empirical work, Journal of Finance, Vol 25, n° 2, May 1970, pp. 383-417 – Market prices “fully reflect” available information, p. 389.

¹³⁵ Christian Walter et Éric Brian (2007), Critiques de la valeur fondamentale, Éditions La Découverte.

¹³⁶ Grossman, S.J., Stiglitz, J.E. (1980), On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, The American Economic Review, Vol. 70, n° 3, Jun.

¹³⁷ Gromb, D., Vayanos, D. (2010), Limits to arbitrage, Annual Review of Financial Economics, Vol. 2.

¹³⁸ Barberis, N. (2018), Psychology-Based Models of Asset Prices and Trading Volume, Handbook of Behavioral Economics, Vol.1, Chapitre 2.

¹³⁹ Applicable au 10 février 2020.

- ✓ les approches intrinsèques qui « consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risque propres à celle-ci (méthodes des flux de trésorerie, des flux de dividendes et dans certains cas, l'actif net réévalué) ».
- les **références** de valorisation qui « complètent l'analyse de l'expert indépendant en la confrontant à des indicateurs de valeur qui sont notamment :
 - ✓ la valeur comptable des actifs ;
 - ✓ le cours de bourse de la société ;
 - ✓ les opérations significatives réalisées sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation ;
 - ✓ les cours-cibles des analystes ».

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

1.4 Analyse critique du cadre méthodologique

Sans s'y référer spécifiquement, la Recommandation AMF pose un cadre méthodologique analogue à celui communément considéré par les évaluateurs professionnels pour estimer la valeur fondamentale d'une société, indépendamment du contexte dans lequel s'inscrit l'exercice d'évaluation (offre publique, transaction de gré à gré, litige, ...).

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

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

Sur cette question des décotes, s'il apparaît assez usuel de retenir des décotes de taille dans les analyses par les comparables boursiers, il est en revanche peu fréquent que les experts retiennent spécifiquement des décotes de liquidité, quelle que soit la méthode appliquée, et cela d'autant plus que les deux décotes se superposent le plus souvent. En théorie, l'analyse de liquidité qui doit être réalisée pour s'assurer de la pertinence du cours de bourse pourrait amener l'évaluateur à appliquer une décote lors de la mise en œuvre de méthodes telles que le DCF ou les comparables boursiers. Ne pas retenir de décote d'illiquidité induirait un possible décalage entre le résultat des analyses de valeur de l'expert indépendant et les réalités de marché : l'expert indépendant pourrait ainsi faire face à une situation où son analyse ferait ressortir que la référence au cours de bourse est pertinente, mais significativement inférieure aux résultats de ses analyses fondamentales qui ne prendraient pas en

compte une réalité de marché (une liquidité restreinte) qui pèserait sur le cours de bourse. En revanche, appliquer une décote d'illiquidité alors que l'offre va créer une liquidité apparaît contradictoire. Le Groupe de Travail constate qu'il ne peut être donné un avis unique sur le sujet qui serait pertinent quel que soit le contexte de l'offre ; il est d'avis qu'il n'est pas approprié de retenir une décote d'illiquidité dans une analyse de valeur dans un contexte de retrait obligatoire. Dans d'autres contextes, l'analyse de la décote d'illiquidité peut s'avérer pertinente et éclairante pour les actionnaires.

- ✓ En la matière, le Groupe de Travail recommande que l'expert indépendant caractérise, en amont de son analyse, la notion de valeur fondamentale retenue, et qu'il procède aux ajustements nécessaires afin que les valeurs issues des différentes méthodes offrent la comparabilité requise.
- La formulation de l'avis de l'expert indépendant au regard des résultats de l'approche multicritère :
 - ✓ Il est observé que dans la formulation de son avis, l'expert met usuellement en exergue la prime (voire dans certains cas la décote) que présente le prix de l'offre par référence aux différentes valeurs obtenues par application des méthodes et références retenues, y compris le cours de bourse (dernier cours, moyenne, etc). Il s'agit d'un élément d'information important, qui sera généralement pris en considération par l'expert dans sa mission d'appréciation du prix offert, ainsi que par les actionnaires des titres visés par l'offre. Toutefois, sauf exception, le Groupe de Travail rappelle que l'expert ne pourra se limiter au seul argument de l'existence d'une prime, fût-elle substantielle, pour fonder son avis sur le caractère équitable du prix.
 - ✓ En effet, ainsi que discuté dans les sections suivantes, le Groupe de Travail rappelle que le fondement de l'avis de l'expert ne doit pas être limité à la seule mise en œuvre de l'approche multicritère telle que décrite ci-avant. Il précise que l'étude doit être complétée par une analyse des éléments contextuels de l'offre publique concernée, et recommande que le cadre de cette analyse soit clairement exposé dans le rapport d'expertise.

1.5 Synthèse et recommandations du Groupe de Travail

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

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

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

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

- la prise en compte du contexte de l'offre (partie 2) ;
- l'appréciation de la prime au regard de l'existence d'éventuelles synergies (partie 3) ;
- l'impact d'autres éléments sur l'appréciation de l'équité (liquidité, accords connexes) (partie 4).

2. La prise en compte du contexte de l'offre

Le contexte dans lequel s'inscrit une offre publique est déterminant pour en apprécier son caractère équitables. Pourtant, la réglementation applicable aux offres publiques n'aborde que partiellement cette question et ne précise pas clairement ce qui est du domaine du « contexte d'une offre publique ».

Il en résulte logiquement un traitement hétérogène en fonction des dossiers, qui justifie, pour l'expert indépendant, la recherche des bonnes pratiques à adopter s'agissant de la présentation du contexte des offres publiques dans les rapports d'expertise indépendante.

Pour mémoire, à l'occasion des travaux du groupe de travail de l'AMF sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, le groupe avait estimé que les conclusions de toute expertise indépendante devaient être rendues au regard du contexte particulier de l'offre publique. La proposition n° 15 du rapport de groupe publié en 2019 prévoyait notamment qu'il « serait souhaitable de contextualiser dans la conclusion des rapports d'expertise indépendante les raisons pour lesquelles les conditions financières de l'offre sont considérées comme équitables. » Cette proposition a ensuite été reprise en 2020 dans l'instruction AMF sur les offres publiques, laquelle prévoit que le rapport d'expertise indépendante comporte en conclusion une attestation d'équité établie au regard du contexte et du fondement réglementaire de la mission de l'expert¹⁴⁰.

Certaines informations importantes qui semblent logiquement liées au contexte des offres publiques sont visées par la réglementation, laquelle prévoit leur reprise dans la documentation d'offre. L'AMF impose ainsi que la note d'information de l'initiateur contienne l'identité de ce dernier (en ce compris l'identité de la personne qui le contrôle au plus haut niveau) et la teneur de son offre, en particulier le prix proposé, les titres visés par l'offre, les titres que l'initiateur détient ainsi que les conditions auxquelles ceux-ci ont été acquis au cours des douze derniers mois ou pourraient être acquis à l'avenir¹⁴¹.

Le marché est donc informé de la qualité d'actionnaire (ou non) de l'initiateur au moment de l'offre et des conditions (principalement de prix) auxquelles celui-ci a acquis ses titres, ce qui renseigne notamment le public sur le caractère obligatoire ou volontaire de l'offre. Le marché est par ailleurs informé de la teneur de l'offre dont découle le type d'offre (OPA, OPE, OPRA, OPR, etc.) ainsi que de la procédure que suit celle-ci (procédure normale ou simplifiée). L'initiateur doit par ailleurs révéler les accords relatifs à l'offre auxquels il est parti, tout comme son intention de mettre en œuvre (ou non) un retrait obligatoire à l'issue de l'offre. Le règlement général prévoit notamment que soit porté à la connaissance des personnes concernées par l'offre, de l'AMF et du public toute clause d'accord conclu par l'initiateur, la société cible ou leurs actionnaires, susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre ou son issue¹⁴².

Sur un volet plus « économique » on constate que les textes n'abordent que très indirectement la question du positionnement de la société par rapport à son cycle économique. Cette question est pourtant très souvent mise en exergue par les actionnaires minoritaires à l'occasion d'offres publiques dont ils contestent le prix proposé. Sur ce sujet, il est uniquement recommandé par l'AMF¹⁴³ que pour la mise œuvre de la

¹⁴⁰ Instruction AMF – DOC-2006-15 – Expertise indépendante (article 3. II, 11).

¹⁴¹ Règlement général de l'AMF (article 231-18).

¹⁴² Règlement général de l'AMF (article 231-5).

¹⁴³ Recommandation AMF – DOC-2006-15 – Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (article 3.2.3).

méthode intrinsèque, l'expert indépendant en charge de délivrer une attestation d'équité, couvre un cycle d'investissement complet, afin de réduire le poids de la valeur terminale dans la valeur totale.

Le champ des offres publiques est large et les marges de manœuvre laissées aux actionnaires minoritaires à l'issue des offres varient considérablement. Pour citer deux cas extrêmes, entre une opération d'expropriation des actionnaires minoritaires sans aucun aléa (par exemple dans le cas d'un retrait obligatoire fixé désormais à 90% du capital et des droits de vote¹⁴⁴, où les actionnaires minoritaires s'attendent à être indemnisés) et une offre publique de rachat d'actions qui est une offre de liquidité (où le prix ne doit être ni trop faible pour les actionnaires qui apportent leurs titres, ni trop élevé pour ceux qui ne participent pas à l'offre), la reconnaissance du caractère équitable ne revêt pas la même acuité parce que les risques auxquels sont soumis les actionnaires minoritaires n'ont pas la même portée.

Cette situation a conduit l'AMF à témoigner d'une vigilance particulière dans le cas des retraits obligatoires, où elle écarte par exemple les offres qui pourraient être formulées en-dessous de l'actif net comptable, en référence à la jurisprudence née des offres sur Louis Dreyfus Citrus¹⁴⁵. Dans cette affaire, le Conseil des Marchés Financiers (CMF) avait déclaré recevable le projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), malgré la décote extériorisée par le prix d'offre par rapport à la valeur induite de l'actif net comptable. En revanche, le projet de Retrait Obligatoire (RO) n'avait pas été jugé recevable, dans la mesure où, dans un tel contexte, l'appréciation de la valeur de l'action impose de considérer également des hypothèses de valeurs individuelles des actifs dans un contexte de cession sur un marché, en complément du scénario de continuité d'exploitation par le Groupe, ce qui supposait au cas d'espèce de considérer une valeur au moins égale aux fonds propres comptables.

Il existe cependant des cas où la référence à l'actif net comme valeur plancher n'est pas retenue. Dans le cadre de l'offre publique d'achat ayant visé les titres de la société Parrot, pour laquelle le RO n'était pas envisagé, l'AMF a relevé dans sa décision n° 219C0397 du 5 mars 2019 que la non prise en compte de la référence à l'actif net comptable ou d'une approche liquidative était adaptée au contexte de l'opération (poursuite de l'activité de la société Parrot, absence de retrait obligatoire).

Plus récemment, dans la décision de conformité n° 221 CO 2021 du 15 avril 2021 relative à l'OPAS visant les actions de Natixis, devant être suivie en cas de succès d'un RO, l'AMF observe que la référence à l'actif net doit être relativisée en raison de contraintes réglementaires et du fait que la rentabilité des capitaux propres est inférieure au rendement attendu par les investisseurs, ce qui explique les décotes observées historiquement sur la valeur des fonds propres par rapport aux actifs nets des banques françaises et européennes.

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

2.1 Analyse des contextes, selon leur caractère obligatoire ou facultatif

2.1.1 Offres ayant un caractère obligatoire pour l'initiateur

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

¹⁴⁴ La loi Pacte, relative à la croissance et la transformation des entreprises, promulguée le 22 mai 2019 a abaissé de 95 à 90% du capital et des droits de vote, le seuil de détention nécessaire à la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire en modifiant l'art. L. 433-4-II du code monétaire et financier (CMF) et l'art. 237-1 du RG-AMF.

¹⁴⁵ Notamment depuis le refus (du CMF) de reconnaître la recevabilité de l'offre Simgar / Louis Dreyfus Citrus de novembre 2001, refus conforté par la décision de la Cour d'appel du 9 avril 2002 suite au recours diligenté par Simgar dans le cadre du RO, alors même qu'une OPAS avait été admise à un prix inférieur à l'actif net comptable.

Une offre publique doit être obligatoirement lancée dans les deux cas suivants (sauf cas d'autorisations temporaires ou dérogations¹⁴⁶) :

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

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

2.1.2 Offres volontaires lancées par un initiateur ayant déjà le contrôle de la cible

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

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

2.1.3 Offres ayant un caractère obligatoire pour l'actionnaire minoritaire

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

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

L'article L. 433-4 du code monétaire et financier (modifié par la loi n°2019-486 art. 75 en vigueur au 8 mai 2021) précise que dans le cadre d'une offre publique de retrait obligatoire, « l'indemnisation est égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au résultat de l'évaluation effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs et tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité. »

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

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

¹⁴⁶ Nous relevons qu'il existe des autorisations temporaires pour 6 mois (article 234-4 du RG-AMF) et des dérogations à ces règles (articles 234-7 et 234-9 du RG-AMF).

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

2.2 Portée du contexte de l'offre sur la notion d'équité

2.2.1 L'offre fait suite à une procédure d'enchères

Le processus de vente, qu'il s'agisse d'un processus d'enchères, d'une négociation bilatérale, ou d'un réinvestissement dans le cadre d'une opération à effet de levier, n'est pas systématiquement décrit dans la documentation d'offre. De la même manière, l'origine du *deal*, c'est-à-dire la question de savoir si le processus de cession de la société cible résulte de la volonté initiale de ses dirigeants/actionnaires de vendre ou d'une réponse positive à une opportunité non sollicitée, n'est pas toujours révélée ni détaillée.

Or l'existence d'un processus d'enchères ainsi que ses principaux éléments structurants (notamment les accords, le nombre de personnes ayant participé au processus et le montant de l'offre la mieux-disante etc.) peut être déterminant dans l'appréciation de l'équité de l'offre.

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

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

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

- l'une, où le contexte concurrentiel du processus de vente expliquerait tout (ou presque), où le rappel des circonstances qui ont conduit à déterminer le prix d'offre et des décisions des actionnaires de référence motiverait largement la reconnaissance du caractère équitable, et où l'analyse financière de l'expert tiendrait lieu d'élément de documentation complémentaire ;
- l'autre, où il n'expliquerait rien (ou presque), où le doute entourant les motifs qui ont pu conduire tel ou tel actionnaire de contrôle à choisir telle ou telle position et/ou les incertitudes sur les conditions dans lesquelles des offres alternatives ont pu être effectivement recherchées conduiraient *in fine* à n'appréhender ces circonstances qu'avec circonspection et à faire porter l'essentiel de la reconnaissance du caractère équitable des termes de l'offre sur l'analyse financière de l'expert, à travers l'approche multicritère.

Si la première conception semble couramment admise et appliquée aux États-Unis où les *fairness opinions* sont fréquemment confiées aux banquiers conseils, la seconde est plus proche sans doute de la manière dont la Commission des Opérations de Bourse (COB) a initialement conçu le rôle de l'expert indépendant en 1993 quand l'intervention d'un expert indépendant a été imposée dans les opérations de retrait de cote. Depuis lors, le champ d'intervention des experts indépendants dans les offres publiques a été sensiblement élargi, notamment en 2006 à la suite des travaux de la commission Naulot¹⁴⁷, sans qu'une conception différente

¹⁴⁷ AMF. Groupe de travail présidé par Jean-Michel Naulot, « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des regroupements d'entreprises cotées », 2005.

soit mise en avant par le régulateur. L'approche retenue par l'AMF sur l'expertise indépendante traduit une conception élargie de la mission de l'expert indépendant, auquel l'application du RG-AMF impose de mettre en œuvre une approche d'évaluation multicritère indépendante conduisant à faire ressortir une valeur fondamentale, laquelle peut être sensiblement éloignée des cours de bourse comme du prix d'offre proposé par l'initiateur.

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

2.2.2 Le cas de l'Offre Publique de Rachat d'Actions (OPRA)

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

Conformément aux recommandations du rapport Naulot, l'AMF a considéré que l'expertise indépendante est requise lorsque l'actionnaire de contrôle, ou l'un d'entre eux en cas de concert, n'apporte pas ses titres à l'offre¹⁴⁸.

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

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

L'expertise indépendante n'est requise que lorsque l'actionnaire de contrôle n'apporte pas ses titres à l'offre, ce qui semble limiter le cas d'offres trop généreuses qui seraient susceptibles de léser l'actionnaire minoritaire qui ne participerait pas à l'offre. En alignant les intérêts de l'actionnaire ne participant pas à l'offre avec ceux du majoritaire, c'est donc bien les intérêts de l'actionnaire qui participe à l'offre que l'AMF entend protéger. C'est pourquoi les travaux de l'expert indépendant consistent, comme pour les autres offres, à déterminer la valeur fondamentale de la société et à indiquer si le prix s'en écarte de manière significative. Dans l'appréciation du caractère équitable, il semble cependant important que l'expert considère également la position de l'actionnaire qui, ne participant pas à l'offre, restera actionnaire d'une société qui aura consacré des liquidités à racheter ses propres titres.

2.2.3 Le cas du retrait obligatoire

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

¹⁴⁸ Op.cit. § 2.1 : AMF. « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des regroupements d'entreprises cotées », p. 14.

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

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

- « les actionnaires minoritaires ne sauraient, sous couvert du principe d'une indemnité équitable et de l'égalité entre actionnaires, invoquer le droit à l'application exclusive du critère qu'ils estiment le plus favorable »¹⁴⁹ ;
- Il n'est nullement prévu par la loi « **une composante particulière qui rendrait l'indemnité nécessairement supérieure à l'évaluation équitable des titres visés par l'offre de retrait** »¹⁵⁰.

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

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

- Certains rapports d'experts indépendants précisent que leur opinion est émise (i) dans le cadre d'une offre facultative ou (ii) que le prix d'une offre est équitable y compris dans le cadre d'une procédure de Retrait Obligatoire¹⁵¹ voire (iii) qu'il « est insuffisant pour en justifier le caractère équitable dans le cas d'un retrait obligatoire » alors qu'il serait équitable dans le cadre d'une OPAS¹⁵².
- Il convient par ailleurs de noter que certains experts font référence explicitement à un « *prix d'indemnisation* »¹⁵³, introduisant ainsi une différence dans les conditions à respecter pour que le prix puisse être considéré comme équitable en fonction de l'intention de procéder ou non à un retrait obligatoire.

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

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

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

- dans l'estimation de la valeur fondamentale, d'une part, dès lors que le choix de la date de l'opération est susceptible de l'influencer¹⁵⁴ ;
- et dans l'appréciation du caractère équitable du prix offert, d'autre part.

¹⁴⁹ Arrêt Sogenal du 16 mai 1995 et son commentaire notamment dans : Frison Roche (M-A) et Nussenbaum (M) « Les méthodes d'évaluation financière dans les offres publiques de retrait et les retraits obligatoires d'Avenir-Havas-Média à Sogenal », Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1995, n°48, pp. 56-69.

¹⁵⁰ Arrêt Tissot & Poli - CA Paris, 5 mai 1998.

¹⁵¹ Cette précision étant requise par la réglementation.

¹⁵² OPA initiée par Tridimension Holding visant les actions de Metrologic Group.

¹⁵³ Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre publique suivie d'un retrait obligatoire portant sur les actions de la société Havas Group initiée par Vivendi.

¹⁵⁴ Même si, en théorie, l'estimation de la valeur fondamentale serait indépendante de l'offre.

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

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

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

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

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

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

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

2.3 Synthèse et recommandations du Groupe de Travail

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

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

De fait, les experts indépendants font preuve dans leurs travaux d'une attention particulière au contexte et à la nature des offres. Ils ont été amenés à nuancer leurs conclusions en fonction des circonstances, reconnaissant ainsi par exemple le caractère équitable des termes d'une offre publique d'achat simplifiée tout en rejetant la qualification équitable d'une offre comparable dans l'hypothèse d'un retrait obligatoire¹⁵⁵. Un retrait obligatoire suivant une offre publique d'achat pose en revanche, *a priori*, moins de question.

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

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

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

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

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

Enfin, pour aider l'expert indépendant à répondre au mieux à la disposition de l'instruction AMF susvisée (DOC-2006-15 article 3. II, 11), nous recommandons que les éléments de contexte pertinents pour l'appréciation de l'équité des conditions financières de l'offre soient systématiquement intégrés dans la conclusion de l'attestation d'équité.

Parmi les éléments à intégrer dans la conclusion, nous proposons, par ordre d'importance (à adapter en fonction des contextes) :

Eléments incontournables :

1. Identité de l'initiateur
2. La nature obligatoire ou volontaire de l'offre

¹⁵⁵ Cf. à titre d'exemple, la note en réponse de Metrologic Group sur l'offre de Tridimension Holding en juin 2011. La conclusion de l'expert indépendant sur cette opération est ainsi formulée : « [...] En conclusion, [...] nous sommes d'avis que le prix proposé de :
- 38 € (coupon attaché) / 22,5 € (coupon détaché) dans le cadre de l'OPAS serait équitable pour les actionnaires minoritaires apportant volontairement leurs titres aux fins de bénéficier de la liquidité qui leur est offerte, au même prix que celui dont ont bénéficié les actionnaires ayant préalablement cédé leurs titres, sans perspective de retrait obligatoire,
- 40 € (coupon attaché) / 24,5 € (coupon détaché) [l'offre prévoyait un complément de prix de 2 € en cas de mise en œuvre du retrait] est insuffisant pour en justifier le caractère équitable dans le cas d'un retrait obligatoire, où l'Initiateur détiendrait plus de 95% du capital et des droits de vote de Metrologic à l'issue de l'Offre. »

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

3. La question du retrait obligatoire ou d'une offre facultative
4. L'acquisition préalable d'un bloc & l'existence d'un processus d'enchères
5. Les accords connexes (s'il y en a)

Éléments à mentionner selon les cas :

1. La liquidité du titre postérieure à l'offre (selon les cas)
2. Nature de l'initiateur / synergies
3. La situation dans le cycle économique/sectoriel dans le cadre de l'analyse de la valeur intrinsèque

Un document de travail répertoriant les principaux éléments de contexte potentiels d'une offre est également disponible en annexe (Check-list pour la contextualisation de la conclusion d'une expertise indépendante).

3. Réflexions sur la prime de contrôle et les synergies

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

Sur cette question, l'expert indépendant peut se référer à la publication de l'APEI relative à la prise en compte des synergies et aux diligences à accomplir, qui est développée selon le plan suivant :

1. Les aspects économiques de la prise en compte des synergies dans les offres publiques
 - 1.1. Définition des synergies
 - 1.2. Synergies et primes
2. Les aspects réglementaires de la prise en compte des synergies
 - 2.1 Sur le principe de prise en compte des synergies par l'expert indépendant
 - 2.2 Sur les questions posées par les synergies au regard du fondement réglementaire de la nomination de l'expert
 - 2.3. Sur les questions posées par la prime de contrôle au regard du caractère facultatif ou obligatoire de l'offre
 - 2.3.1 *Cas des offres obligatoires ou facultatives du point de vue de l'initiateur*
 - 2.3.2 *Cas des offres obligatoires ou facultatives du point de vue de l'actionnaire minoritaire*
 - 2.4. Sur la documentation à la disposition de l'expert indépendant concernant les synergies
3. Le point de vue de certains actionnaires minoritaires
4. Sur le rôle et les diligences de l'expert indépendant dans la prise en compte des synergies

Synthèse et recommandations du Groupe de Travail

En conclusion, le Groupe de Travail préconise que l'expert indépendant rappelle dans son rapport l'existence d'une prime de contrôle éventuellement proposée par l'initiateur au regard notamment des synergies attendues et présentées par les parties à l'opération, à la fois qualitativement et quantitativement.

Compte tenu de la conception de la notion d'équité par le régulateur, il semble qu'il revienne à l'expert indépendant d'examiner la valeur des synergies, ainsi que développé ci-avant au chapitre G, pour lesquelles il dispose d'une information complète et d'indiquer la part des synergies intégrées dans le prix d'offre lorsqu'il est en mesure de la déterminer. Toutefois, en pratique, l'évaluation des synergies est un exercice délicat, ce d'autant plus qu'il est rare de disposer d'une information complète et fiable à la date du rapprochement entre la cible et l'initiateur malgré l'instruction AMF qui précise que l'initiateur indique dans sa note d'information (article 2 3° f de l'Instruction AMF n°2006-07 du 25 juillet 2006 mise à jour le 29 avril 2021) « *les synergies éventuellement envisagées ainsi que le montant et la date approximatifs des gains économiques attendus de l'opération* ». De ce fait, lorsqu'il est fait état de synergies susceptibles de résulter du rapprochement avec la société visée, et à la condition que leur mise en œuvre opérationnelle soit clairement explicitée et chiffrée par les parties à l'opération, tout en tenant compte de l'incertitude de leur matérialisation, l'expert indépendant indique alors comment il a pris en compte ces synergies, dont l'impact peut justifier de l'accroissement du prix d'offre par rapport à la valeur fondamentale de la cible.

Par ailleurs, la part des synergies pouvant revenir aux actionnaires de la cible dépend de l'intensité du processus concurrentiel ayant caractérisé l'offre, comme l'a relevé la littérature académique¹⁵⁶, car ce processus, ainsi que l'indépendance préalable de la cible par rapport à l'initiateur, sont susceptibles de le conduire à accroître la part, restituée à la cible, des synergies anticipées ex ante¹⁵⁷.

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

De ce fait, il n'existe pas a priori de norme à prendre en compte par l'expert dans une offre facultative pour les actionnaires car cette part de synergies dépend des facteurs précités et notamment du pouvoir de marché respectif des firmes en cause¹⁵⁸. Dès lors que le prix d'offre correspond à la valeur fondamentale *standalone*, le prix ne pourra pas être considéré comme non équitable eu égard à ce critère.

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

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

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

On peut observer que la Cour d'appel de Paris a d'ailleurs rappelé à cet égard qu'il n'existe « *nullement une composante particulière qui rendrait l'indemnité nécessairement supérieure à l'évaluation équitable des titres visés par l'offre de retrait* »¹⁵⁹.

¹⁵⁶ Cf. Muhlerin J H 2004 « Mergers and corporate governance » Elgar Reference Collection Cheltenham UK

¹⁵⁷ Cf. également Ahern KR 2012 « Bargaining power and industry dependence in mergers » - Journal of financial economics 103 (3), 5 30-550

¹⁵⁸ Op. cit. Ahern - 2012

¹⁵⁹ CA Paris 5 Mai 1998 Tissot et Poli c/ Genefilm Caussain et Viandier, La semaine juridique - Entreprise et Affaires, no32, 1998 p 1303

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

En l'état de la réglementation vis-à-vis des initiateurs et des émetteurs, l'expert devra exercer son esprit critique sur les synergies communiquées et l'indication de leur prise en compte dans le prix d'offre et ainsi intégrer ces éléments dans son appréciation globale de l'opération.

4. Autres éléments à prendre en considération : liquidité et accords connexes

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

Selon l'IVSC, l'« Equitable Value » reflète les intérêts respectifs des parties¹⁶⁰. Sur cette base, un prix équitable pourrait ne pas être le même pour tous les actionnaires compte tenu de la variété de situations et d'intérêts en présence. Le concept d'équité ne peut donc pas s'appliquer uniformément à tous les actionnaires. Il faudrait tenir compte des situations particulières propres à chaque groupe d'actionnaires. À l'extrême limite, cela supposerait que l'expert indépendant se prononce sur un prix équitable pour chaque groupe d'actionnaires en s'assurant, de plus, qu'aucun ne bénéficie d'un prix trop élevé par rapport aux autres.

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

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

C'est donc dans un objectif de protection du petit porteur qu'un prix est équitable, si l'actionnaire qui subit l'offre est au moins aussi bien traité que les autres actionnaires. Ainsi, l'initiateur qui réalise une opération dans les 12 derniers mois précédant l'offre doit proposer, dans le cadre de l'offre, un prix au moins équivalent aux actionnaires. En conséquence, dans le contexte des offres publiques et compte tenu de l'objectif de protection de l'actionnaire minoritaire, plus le prix est élevé, plus il pourrait être considéré comme équitable (sauf dans le cas particulier des OPRA, comme il a été indiqué *supra* au paragraphe 2.2.2).

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

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

¹⁶⁰ IVS 104 § 50. IVS-Defined Basis of Value – Equitable Value. Voir *supra* « Propos liminaires sur le concept de prix équitable ».

Ces deux questions sont abordées ci-après.

4.1 La liquidité du titre

4.1.1 Définition et mesure de la liquidité

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

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

Il existe différents moyens de mesurer la liquidité :

- une méthode communément retenue consiste à mesurer la rotation du flottant¹⁶¹, ce paramètre étant généralement considéré comme un bon indicateur de la liquidité d'un titre ; il mesure la proportion du flottant échangé durant une période donnée ;
- il est également souvent fait référence aux écarts de cours acheteur et vendeur (le « *bid – ask spread* ») : plus la liquidité est faible, plus cet écart est important.

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

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

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

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

- Au plan de la valeur fondamentale : le marché du titre présente-t-il des caractéristiques de liquidité suffisantes pour qu'il soit considéré que les prix reflètent les dernières informations publiques ? La réponse à cette question, entre autres¹⁶², par l'expert indépendant lui permet de donner un avis sur la pertinence de se référer au cours de bourse dans l'analyse du prix d'offre. Elle peut renseigner sur le risque d'existence d'une asymétrie d'information entre le management et les actionnaires et de ce fait

¹⁶¹ Définition du flottant : « *partie du capital d'une société cotée en bourse qui n'est pas détenue par des actionnaires stables dont on présume qu'ils ne céderont pas à court terme leurs actions. C'est donc la part du capital de la société qui est susceptible, à court terme, d'être cédée en bourse. Toute chose égale par ailleurs, plus le flottant d'une société est important, meilleure sera la liquidité de ses actions et plus faible seront les amplitudes de cours de son action.* », source : dictionnaire LesEchos.fr.

¹⁶² L'analyse de la pertinence du cours de bourse ne se limite pas à l'analyse de la liquidité, qui n'est qu'un des paramètres de cette analyse, et qui peut d'ailleurs être impactée par des contrats de liquidité faisant apparaître des transactions n'impliquant pas deux parties indépendantes.

le risque d'une qualité discutable de l'information publique¹⁶³. L'impact potentiel de la liquidité sur la valeur des actions peut également être analysé (cf. paragraphe 1.4) ;

- Au plan des autres éléments à prendre en compte dans l'analyse de l'équité : quel est l'impact potentiel de l'offre sur la liquidité des actions ?

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

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

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

4.2 Les accords connexes

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

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

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

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

L'article 261-1 du règlement général de l'AMF dispose en effet que :

¹⁶³ La recherche académique souligne l'influence des asymétries d'information sur la liquidité (Akerloff (1970), « The Market of lemons »).

« 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 :

[...]

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

[...] ».

Cet article est également repris dans la Recommandation AMF sur l'expertise indépendante qui précise, au chapitre de l'analyse des situations de conflits d'intérêt par l'expert indépendant (pp. 5/6-6/6) que « 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), ou des opérations connexes à l'offre (4° alinéa de l'article 261-1 I[suscité]), ces éléments font l'objet d'une revue critique par l'expert afin d'établir en quoi ces accords ou opérations ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du projet d'offre. »

Compte tenu de la diversité des situations, il n'est pas possible d'en faire l'inventaire et de proposer une approche générale, l'analyse devant être adaptée au cas par cas¹⁶⁴.

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

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

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

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

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

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

¹⁶⁴ Cf. chapitre C sur les « Accords connexes ».

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

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

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

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

4.3 Synthèse et recommandations du Groupe de Travail

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

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

5. Construction d'une grille d'analyse des facteurs susceptibles d'affecter le caractère équitable du prix

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

5.1 Point d'attention lié à l'initiateur de l'offre

La première étape de l'analyse de l'expert doit selon nous consister à identifier la nature de l'initiateur de l'offre.

En principe, une offre émanant d'un tiers présente moins de risque quant à l'équité que celle provenant d'un actionnaire historique de la société cible :

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

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

5.2 Point d'attention lié au caractère de l'offre

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

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

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

5.3 Point d'attention lié au processus aboutissant à l'offre

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

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

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

5.4 Point d'attention lié aux opérations ultérieures à l'offre

Le risque relevé ici est plus classique puisqu'il s'agit de l'analyse des conflits d'intérêts liés à l'offre visés par la Recommandation AMF au paragraphe 4 (pp. 5/6-6/6). Ils concernent plus particulièrement les accords conclus entre l'initiateur et les dirigeants et actionnaires historiques de la société cible, susceptibles de déboucher sur un éventuel complément de prix pouvant prendre la forme, par exemple :

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

Synthèse générale et recommandations du Groupe de Travail

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

En effet, comme l'indique Daniel Ohl¹⁶⁵, « *l'attestation d'équité, par laquelle se conclut l'expertise indépendante, est corrélée à cette dernière ; elle constitue une opinion par laquelle un expert extérieur à la société visée indique qu'il peut être de l'intérêt des actionnaires de répondre favorablement à l'offre publique parce qu'elle lui semble leur assurer un traitement équitable, ou tout du moins correct* ».

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

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

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

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

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

¹⁶⁵ Cf. : Droit des Sociétés Cotées, 2008 § 510.

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

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

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

3- Le Groupe de Travail propose par ailleurs des lignes directrices pour l'appréciation du prix au regard de la notion d'équité :

- Le Groupe de Travail considère que l'expert doit prendre en compte les conditions de marché auxquelles les actionnaires minoritaires sont soumis. En particulier, une offre facultative conduisant à une réduction significative de la liquidité pour l'actionnaire doit conduire l'expert indépendant à être vigilant sur le prix d'offre, compte tenu de la possible assimilation entre l'offre et un quasi-retrait obligatoire.
- Dans la prise en compte du contexte de l'offre pour l'appréciation du prix d'offre, l'expert indépendant doit également veiller à pouvoir expliquer la différence entre ce prix et le résultat de l'analyse multicritère qu'il a retenue. À ce titre, l'article 3-II. 11 de l'Instruction AMF DOC-2006-08 rappelle la nécessité de contextualiser l'équité au regard de la nature de l'offre : *« Le rapport d'expertise comporte les informations suivantes : [...] une attestation qui conclut sur le caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'offre publique ou de l'opération concernée. Elle est établie au regard du contexte¹⁶⁶ et du fondement réglementaire de la mission de l'expert. Cette attestation figure en conclusion du rapport de l'expert indépendant ; [...] »*.
- De même, la prise en compte des éventuelles synergies dégagées par l'offre soulève de nombreuses questions liées à la fois aux difficultés pratiques tenant à :
 - ✓ leur documentation de la part de l'initiateur et *de facto* de leur connaissance de la part de l'expert ;
 - ✓ et également l'absence de réglementation quant à leur prise en compte -ou non- dans le prix d'offre, la Recommandation AMF se limitant à demander à l'expert d'indiquer comment il les a prises en compte lorsque leur impact pourrait justifier un accroissement du prix par rapport à la valeur fondamentale « *standalone* ».

¹⁶⁶ Souligné par nous.

- 4- Le Groupe de Travail a été amené à préciser à plusieurs reprises que la question du prix équitable ne se posait pas de la même manière dans le cadre d'une opération facultative pour l'actionnaire minoritaire en dehors de tout RO à l'issue de l'offre et dans celui d'une offre obligatoire aboutissant à un RO qui implique de se poser la question d'une perte d'opportunité de rester actionnaire pour l'actionnaire minoritaire. C'est la raison pour laquelle, même si la réglementation ne reconnaît pas de prime d'éviction ou d'indemnisation en cas de retrait obligatoire (RO), le Groupe de Travail considère que l'expert indépendant doit faire preuve d'une vigilance accrue et expliquer pourquoi le prix proposé ne correspond pas, le cas échéant, au prix le plus élevé ressortant de l'application des méthodes d'évaluation.
- 5- Le Groupe de Travail s'est également interrogé sur l'appréciation de la notion d'équité au regard de la notion d'égalité de traitement des actionnaires pour conclure que le caractère identique du prix proposé pour tous les actionnaires permet d'assurer la protection des actionnaires minoritaires et constitue une condition nécessaire d'un prix équitable, car il permet de leur faire bénéficier de la capacité de négociation d'actionnaires plus influents en imposant à l'initiateur de payer un prix au moins égal au prix le plus élevé payé durant les 12 derniers mois.

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

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

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

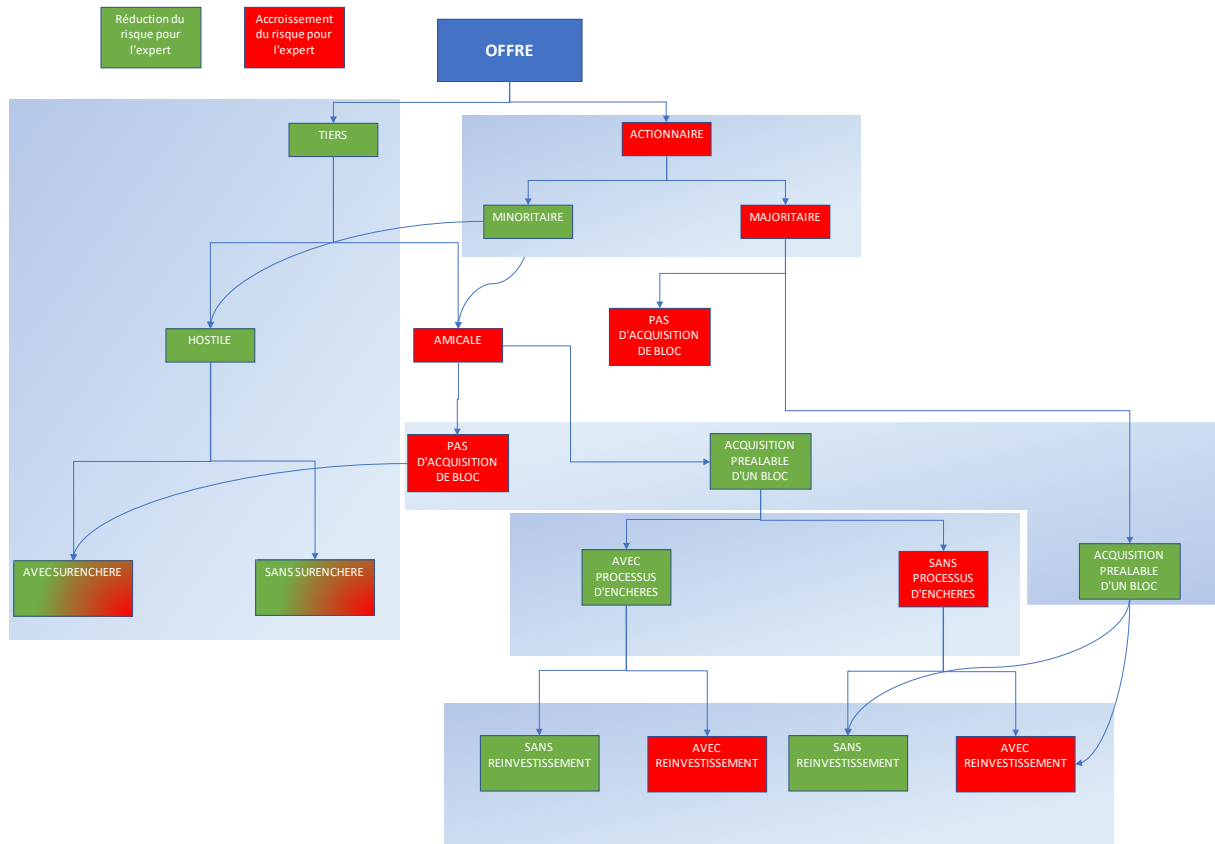
- 6- Pour synthétiser, le Groupe de Travail formule les recommandations suivantes, qui sont d'ailleurs en pratique déjà souvent observées dans la plupart des expertises indépendantes effectuées dans le cadre de la réglementation en vigueur :
- L'estimation de la valeur fondamentale de la société dont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

équitable, étant rappelé la nécessité pour l'expert indépendant de prendre en compte le contexte et le fondement réglementaire de sa mission, conformément à l'instruction AMF DOC 2006-08 art 3-II.§11).

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

Pour le Groupe de Travail, il convient d'ajouter à ces considérations l'analyse de la cohérence du prix d'offre pour les différentes catégories d'actionnaires. L'intérêt de l'expertise indépendante est d'apporter une conclusion sur le caractère équitable du prix et a vocation à apporter à l'ensemble des actionnaires une analyse de la société et de sa valeur, expliciter les hypothèses qui sous-tendent le prix d'offre pour le mettre en perspective avec la valeur de la société afin qu'ils soient en mesure de prendre leur décision de façon éclairée lorsqu'ils peuvent arbitrer entre apporter ou non leurs titres à l'offre, ou dans le cas d'un retrait obligatoire, qu'ils soient suffisamment informés sur l'équité des conditions qui leur sont imposées.

Annexe 1 : Analyse des points d'attention



Annexe 2 : participants au groupe de travail

Le présent chapitre a été initialement établi en 2018 par un groupe de travail composé des membres suivants :

Président :

Maurice NUSSENBAUM (Sorgem Evaluation)

Membres :

- Pierre BEAL (BM&A)
- Emmanuel DAYAN (Valphi)
- Armelle DEYDIER (Ricol Lasteyrie)
- Thomas HACHETTE (Sorgem Evaluation)
- Joëlle LASRY (Lasry Finance)
- Romain LOBSTEIN (Abergel & Associés)
- Lucas ROBIN (Finexsi)
- Carine TOURNEUR (Duff & Phelps)

Personnes entendues par le Groupe de Travail

Pour les banquiers :

- Romain ATTARD (Oddo BHF Corporate Finance)
- Jacques DEEGE (Lazard)
- Marc DEMUTH (BNP Paribas)
- Laurent DURIEUX (Kepler Cheuvreux)
- Asgar SONDARJEE (Société Générale)

Pour les avocats :

- Me Dominique BOMPOINT
- Me Muriel GOLBERG DARMON
- Me Hervé PISANI

Pour les actionnaires minoritaires (investisseurs et associations) :

Madame Colette NEUVILLE – Association ADAM

Relecteurs

Sonia BONNET-BERNARD (Ernst & Young)

Olivier CRETTE (Ledouble)

Teddy GUERINEAU (Didier Kling Expertise & Conseil)

Il a fait l'objet d'une mise en jour, dans le cadre des travaux d'harmonisation des publications de l'APEI achevés en 2022 par un groupe de travail dont la composition est fournie en introduction, sur la base des propositions de deux rapporteurs, à savoir :

- Joëlle LASRY (Lasry Finance)
- Maurice NUSSENBAUM (Sorgem Evaluation)

Il intègre des compléments proposés par un groupe de travail de l'APEI consacré au contextualisation de la conclusion d'une expertise indépendante composé des membres suivants :

- Sonia BONNET-BERNARD (A2EF)
- Maurice NUSSENBAUM (Sorgem Evaluation)
- Marc ANTAO (Oddo BHF Corporate Finance)
- Teddy GUERINEAU (Didier Kling Expertise & Conseil)
- Maxime HAZIM (Crowe HAF)
- Christophe LAMBERT (Finexsi)

J. La hiérarchisation des critères dans le cadre de l'approche d'évaluation de l'expert indépendant

1. Introduction

L'évaluation mise en œuvre par l'expert indépendant repose sur le principe fondamental de l'**approche multicritère**.

Cette dernière regroupe, d'une part, des méthodes d'évaluation (analogiques et intrinsèques) et, d'autre part, des références de valorisation (valeurs comptables, cours de bourse, opérations significatives sur le capital de la société faisant l'objet de l'évaluation et cours cible des analystes).

Le cadre conceptuel de cette approche dite multicritère a été élaboré de longue date par le régulateur¹⁶⁷ : « *l'emploi de plusieurs critères paraît nécessaire sans que leur nombre soit excessif* », « *ces critères doivent être tels qu'ils représentent bien chacun une approche différente du problème et ne fassent pas double emploi entre eux* » et à l'évidence « *les critères retenus doivent être significatifs* ».

Ainsi, il revient à l'expert indépendant d'exercer son jugement dans le choix des critères retenus et leur hiérarchisation.

Dans sa recommandation 2006-15, modifiée le 10 février 2020, l'AMF précise notamment que :

« Pour chaque évaluation, l'expert indépendant définit, en fonction de la pertinence des informations disponibles, la ou les méthodes qui sont les plus adaptées à la société concernée. L'expert indépendant met en œuvre, lorsqu'elles sont pertinentes, les deux familles de méthodes définies ci-dessus. Il confronte les résultats obtenus aux références disponibles et explique clairement la démarche qui l'a conduit à privilégier telle méthode ou référence par rapport à une autre.

L'expert indépendant justifie dans son rapport et dans des termes adaptés aux caractéristiques de chaque évaluation, la décision d'exclure toute méthode ou toute référence de valorisation précédemment citée (en particulier s'il s'agit des cours de bourse historiques ou d'une moyenne des cours de bourse), en exposant lorsque cela est possible, les résultats auxquels la méthode ou la référence aurait conduit. »

Dans le prolongement, et en complément des travaux effectués précédemment par l'APEI sur les critères généralement écartés, la présente note a pour objet d'apporter un éclairage sur :

- (i) la hiérarchisation des critères en fonction notamment de l'information disponible, des caractéristiques de titres à évaluer et du contexte de l'opération ; et
- (ii) la présentation qui est faite par l'expert indépendant de cette hiérarchisation dans son rapport.

¹⁶⁷ Recommandation COB de juillet 1977 concernant l'information des actionnaires et la rémunération des apports en nature dans les opérations de fusion, scission ou apport partiel d'actif

2. Différents axes de hiérarchisation

L'approche méthodologique se définit, au cas par cas, au terme de l'examen des circonstances de l'opération. Cet examen porte à la fois sur les informations disponibles, les caractéristiques des titres qui font l'objet de l'offre et le contexte de l'offre.

2.1 L'information disponible

L'expert indépendant, qui privilégie une approche de valorisation multicritère, peut se heurter à un manque d'informations ou de données, soit parce qu'elles sont inexistantes soit parce qu'elles font l'objet de limitations fortes. C'est donc une impossibilité de mise en œuvre qui l'oblige à écarter des méthodes et à ne présenter certaines références de valeur qu'à titre informatif.

L'accès aux informations est un préalable à l'intervention de l'expert indépendant. L'accès aux principaux documents, que l'expert indépendant estime nécessaires à l'élaboration de ses travaux, est le point de départ du délai minimum de 20 jours prévu à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF¹⁶⁸. L'expert indépendant peut notamment faire part d'éventuelles difficultés au comité ad hoc en charge du suivi de sa mission. En application de la bonne pratique, il obtient en outre une confirmation écrite de la société qui fait l'objet de l'offre, voire des parties prenantes, du caractère exhaustif de la documentation et des informations qui lui ont été communiquées.

L'indisponibilité des informations ou des données relève de faits observables dans différentes situations, incluant à titre d'illustration :

i. Politique de distribution de dividendes

Pour mettre en œuvre une valorisation par actualisation des dividendes, l'expert indépendant fonde son analyse à la fois sur les distributions récentes et les prévisions de distribution qui reflètent la politique de distribution.

Lorsque les distributions sont variables dans le temps et exposées à des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement, voire des contraintes liées à leur endettement, les experts indépendants écartent ces données parce qu'elles sont insuffisantes pour servir de base à une évaluation pertinente.

Il convient de rappeler, en outre, qu'une approche par actualisation des flux futurs de trésorerie pour l'actionnaire prend en compte, à travers la valorisation de la totalité des flux disponibles de trésorerie, la capacité distributive maximale des sociétés : elle constitue donc une approche de valorisation qui intègre une dimension de rendement potentiel. La mise en œuvre concomitante de ces deux approches serait alors redondante.

ii. Suivi du titre par les analystes

De façon évidente, l'absence de suivi des titres objets de l'offre par des analystes rend inapplicable la référence au cours de bourse cible.

Les cours cibles ne constituent pas à proprement parler une méthode d'évaluation mais des opinions exprimées par des analystes financiers. Ces prises de position, lorsqu'elles sont suffisamment nombreuses et étayées, constituent la base d'un consensus reflétant les attentes du marché.

¹⁶⁸ Délai également rappelé à l'article 3.3 de l'instruction AMF 2006-07 relative aux Offres publiques d'acquisition, modifiée le 10 février 2020

La position d'un seul ou de deux analystes peut difficilement être considérée comme une indication de marché et conduit généralement l'expert indépendant à ne pas retenir ce critère.

De même, lorsque que les analystes n'ont pas pu tenir compte d'événements majeurs survenus postérieurement à la publication de leurs objectifs de cours – en amont de l'annonce de l'offre -, leurs conclusions ne sont pas retenues.

Quand la société objet de l'offre ne communique pas de données prévisionnelles au marché, les analystes procèdent à leurs propres estimations d'évolution futures des agrégats clés. Il en résulte généralement des écarts accrus sur les cours cibles que l'expert indépendant doit apprécier.

Enfin, la qualité et le niveau des analyses sont très variables. Dans certains cas, l'absence d'argumentation suffisamment détaillée limite la portée des conclusions. L'expert indépendant peut faire part de son appréciation des notes d'analystes.

Même si l'expert indépendant ne les retient pas, il fournit dans son rapport la référence de valeur donnée par ces cours cibles dans son rapport, à titre informatif.

iii. Données prévisionnelles

Il est exceptionnel que les sociétés objets d'offre ne disposent pas de données prévisionnelles présentées sous la forme de plans d'affaires.

L'AMF¹⁶⁹ indique que l'expert indépendant doit suivre au minimum une démarche incluant la discussion du plan d'affaires avec les équipes de direction de la société, ce qui suppose que ce dernier soit mis à sa disposition pour la réalisation de ces travaux¹⁷⁰.

Il s'agit de plans d'affaires établis par la société objet de l'offre. Les plans d'affaires préparés par l'initiateur intègrent couramment des éléments que l'expert indépendant ne pourrait pas retenir dans ses travaux d'évaluation, comme les synergies propres à l'initiateur.

Dans des contextes spécifiques, les données prévisionnelles sont inexistantes ou peuvent s'avérer peu pertinentes (holding, sociétés foncières, etc.) parce que le patrimoine de la société est principalement constitué d'éléments hors exploitation (titres, trésorerie, dettes, etc.) ou d'actifs dont la valeur de marché est mieux appréhendée par d'autres moyens. Par exemple, les prévisions, lorsqu'elles existent, peuvent reposer sur des opérations futures d'acquisition ou de cessions d'actifs qui présentent un niveau élevé d'aléas de réalisation et de valorisation. Dans le cas des sociétés foncières, il convient de rappeler que les expertises immobilières intègrent des approches sur des flux futurs de loyers, complétées par d'autres indications de marché.

Par ailleurs, lorsque la société objet de l'offre ne réalise pas de chiffre d'affaires ou que sa rentabilité opérationnelle est négative au cours des derniers exercices clos et des prévisions à moyen terme, comme cela peut être le cas par exemple dans le domaine des biotechnologies, l'application de multiples de chiffre d'affaires ou d'Ebitda, extériorisés par des transactions comparables ou par un échantillon de sociétés cotées comparables, n'apparaît pas pertinente.

Au terme de son analyse, dans ce type de situation, l'expert indépendant ne met pas en œuvre les approches analogiques correspondantes.

¹⁶⁹ Instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante modifiée le 10 février 2020 – Article 4.1

¹⁷⁰ Dans les cas exceptionnels et justifiés où il est fait référence à des données prévisionnelles issues d'un consensus d'analystes, l'expert indépendant doit s'assurer dans tous les cas de la pertinence de ces données au regard des anticipations de la direction de la cible.

iv. Approches analogiques : sociétés cotées comparables et transactions de marché comparables

Les critères de comparabilité retenus pour définir des échantillons de sociétés comparables ou identifier des transactions comparables portent notamment sur la taille, le mix des activités, la géographie, la croissance, le niveau de rentabilité et l'exposition aux mêmes facteurs de risques. Les différences observables pour ces différents critères relativisent la portée des approches analogiques. Parfois, la spécificité d'une activité réduit l'échantillon à une ou deux sociétés ou transactions comparables. Et sans qu'il soit possible d'élargir l'échantillon en considérant des caractéristiques de modèle économique proches.

En outre, les données financières de certaines transactions ne sont accessibles ni dans les informations ouvertes circulant dans un secteur d'activité, ni dans les bases de données financières.

L'absence de données ou d'une comparabilité suffisante justifie d'écarter les approches analogiques.

v. Elaboration et périmètre des plans d'affaires

Les plans d'affaires peuvent être établis (i) avec un niveau de détail très variable selon les axes de suivi définis par le management et (ii) sur des périmètres différents de celui à évaluer. L'expert indépendant apprécie ces limitations dans la mise en œuvre des approches de valorisation.

vi. Changement des conditions d'exploitation

Plusieurs circonstances conduisent à écarter les approches fondées sur des données trop anciennes ou présentant des décalages majeurs des conditions d'exploitation.

Il en est ainsi :

- ✓ des transactions significatives réalisées sur le capital, lorsqu'elles sont intervenues au-delà de 12 à 24 mois avant l'annonce de l'offre, sauf cas particuliers,
- ✓ des transactions réalisées dans des circonstances particulières liées par exemple à un contexte de retournement ou une décision d'arrêt progressif d'activité rendent caduques des plans d'affaires fondés sur des postulats différents. La mise en œuvre d'une approche d'évaluation à partir de ces données conduirait à des résultats non pertinents.

L'exercice du jugement est nécessaire dans des situations moins tranchées où des plans d'affaires sont établis en rupture avec le passé sur la base d'hypothèses non encore validées (prise en compte de synergies nouvelles créées par un changement de contrôle préalable à l'annonce de l'offre, réorientation stratégique sur des nouveaux marchés, etc.).

2.2 Critères adaptés aux caractéristiques des titres objets de l'offre

En matière d'offres publiques d'acquisition, le règlement général de l'AMF prévoit explicitement que le prix soit justifié dans la note d'information « *en fonction [...] des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres* » (article 231-8).

La nécessité d'une évaluation « *en fonction [...] des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres* » est également reprise dans les cas de modification du prix proposé prévus à l'article 234-6 du même règlement.

i. La prise en compte des caractéristiques de la société

Tel que rappelé en introduction, la recommandation AMF 2006-15 suggère le recours à « la ou les méthodes qui sont **les mieux adaptées à la société concernée** »

La recommandation introduit donc une hiérarchie entre les critères à fixer par l'expert au regard des caractéristiques de la société.

Ainsi, et sans que cela puisse être considéré comme exhaustif, l'expert indépendant devra privilégier, en justifiant son choix, les critères d'évaluation adaptés à la société au regard notamment :

- ✓ de sa situation financière ;

Par exemple, une société en difficulté ou pour laquelle des cessions significatives sont prévues pourrait faire l'objet d'une évaluation en valeur liquidative ou valeur de réalisation pour tout ou partie de ses actifs ou de ses activités, plutôt qu'en continuité d'exploitation.

- ✓ de son organisation et de ses activités ;

Par exemple, une société holding ou opérant des activités indépendantes pourra faire l'objet d'une évaluation par la somme des parties (ou l'Actif Net Réévalué, ci-après « ANR ») par opposition à une approche globale.

- ✓ de son secteur d'activité ;

Par exemple, il peut exister des pratiques sectorielles qui font référence ou sont largement partagées en matière d'évaluation du secteur d'activité compte tenu de pratiques observées chez les acteurs du marché (analystes, fonds, etc.) ou de spécificités de l'activité.

Ainsi, les approches de type DDM (*Dividend Discount Model*) seront privilégiées au DCF (*Discounted cash flow*) pour les activités réglementées de banque ou d'assurance afin de tenir compte des besoins de constitution et de maintien de fonds propres réglementaires limitant les sommes disponibles pour l'actionnaire.

Il peut également s'agir d'usages sectoriels dans le choix des agrégats à considérer (EBITDA vs EBIT selon l'intensité capitalistique de l'activité, par exemple).

Dans tous les cas, l'expert indépendant sera attentif aux pratiques de marché (approches méthodologiques suivies par les analystes du secteur et autres pratiques de place).

ii. Le marché de ses titres

Dans le contexte d'une offre publique portant sur une société cotée, l'examen du cours de bourse est incontournable, ne serait-ce que du point de vue de l'actionnaire auquel s'adresse l'offre.

Pour autant, dans le cadre de son évaluation multicritère, l'expert indépendant doit apprécier la portée qu'il donne à cette référence par rapport aux autres critères mis en œuvre. Il doit à la fois apprécier la pertinence et le caractère significatif de ce critère.

La pertinence sera analysée au regard du contexte et des objectifs de l'opération afin d'apprécier si, dans ce contexte particulier, le cours de bourse représente une référence adaptée pour apprécier le prix offert.

Le caractère significatif et représentatif du cours de bourse dépendra notamment de sa liquidité et de l'absence de limites à l'arbitrage et donc en particulier de l'analyse croisée :

- ✓ de l'importance du flottant, qui représente la part du capital susceptible d'être échangé (à l'exclusion des blocs présumés « stables ») ;
- ✓ de la rotation du flottant, qui est un également un indicateur de la liquidité du titre : un taux de rotation du flottant élevé, confirme qu'un actionnaire peut réaliser sa participation sur le marché et qu'il existe un nombre de transactions et potentiellement d'intervenants significatif ;
- ✓ des montants échangés : une *small cap* peut présenter un taux de rotation élevé mais offrir une liquidité faible compte tenu des échanges quotidiens limités en valeur absolue. Les volumes moyens peuvent également ne pas être représentatifs de la profondeur habituelle du marché en cas de pics observés sur la période d'observation.

Le caractère représentatif du cours de bourse dépend également de la qualité de l'information dont dispose le marché pour apprécier la valeur du titre.

L'examen des facteurs endogènes et exogènes susceptibles d'avoir affecté le cours sur la ou les périodes d'observation peut également conduire l'expert à relativiser sa pertinence.

C'est en fonction de ces différentes analyses que l'expert indépendant appréciera la représentativité du cours de bourse et donc son poids relatif dans l'analyse multicritère.

2.3 Le contexte de l'offre

Une étude des offres, pour lesquelles les méthodes mises en œuvre par l'expert indépendant et références de valorisation retenues ont fait apparaître des décotes induites par le prix d'offre et des conséquences de ces décotes sur la conclusion de l'expert indépendant, permet de mettre en exergue de façon empirique une hiérarchisation des méthodes et références de valorisation en fonction de la nature et du contexte propre à chaque offre publique.

Cette analyse émane d'une étude portant sur 300 opérations étudiées sur la période 2006 à 2016¹⁷¹. Dans 85 des 300 opérations étudiées, au moins une des méthodes ou références retenues par l'expert indépendant aboutissait à une valeur supérieure au prix d'offre.

L'annexe 1 présente les 85 opérations pour lesquelles des méthodes d'évaluation ont abouti à des valeurs supérieures au prix d'offre. L'annexe 2 présente des extraits de conclusions de rapports d'expertise sur les principales offres analysées dans ce cadre.

Deux analyses ont été effectuées sur ces 85 opérations. La première analyse consiste à chercher à identifier un lien entre le contexte de l'opération (type d'opération : OPR, Offres obligatoires, Offres volontaires, procédures normale ou simplifiée, avec ou sans retrait obligatoire,) et les décotes induites (et sur quels types de méthodes ou références de valorisation). La deuxième analyse consiste à comprendre comment ces résultats ont influencé la conclusion de l'expert indépendant en se focalisant sur les opérations présentant les décotes les plus importantes.

Ces analyses appellent les commentaires suivants :

i OPR-RO et procédure de RO

Dans le cadre d'OPR-RO ou de RO (7 cas au total), les résultats des méthodes intrinsèques et la référence à l'Actif Net Comptable (ci-après « ANC ») induisent une prime. Les autres critères ont moins

¹⁷¹ Période postérieure au rapport du groupe de travail sur l'évaluation financière présidé par M. Jean-Michel NAULOT du 13 avril 2015 et à la date d'application de la réforme de septembre 2006

d'influence sur la conclusion de l'expert indépendant. Les décotes observées concernent notamment des références d'évaluation (Cours cibles des analystes et Transactions sur le capital) et les méthodes analogiques. Ces méthodes et références ont été généralement présentées à titre secondaire ou de recoupement.

ii Offres publiques obligatoires

Dans le cadre des offres publiques obligatoires (30 cas au total), l'initiateur est obligé conformément à la réglementation en vigueur de déposer un projet d'offre. Son obligation tient à ce que le prix d'offre soit au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur sur les 12 derniers mois, souvent le prix de l'acquisition du bloc de titres, le fait générateur du dépôt de l'offre. Les offres obligatoires étant le plus souvent proposées au prix de la transaction objet de l'obligation de dépôt de l'offre, la référence à cette transaction est donc incontournable dans ces cas.

Dans ce cadre, il convient de différencier deux situations : les offres obligatoires sans intention de RO et celles avec intention de RO.

- **Offre publiques obligatoires sans RO**

Dans le cas où l'initiateur n'a pas l'intention de procéder à un retrait obligatoire à la suite de l'offre obligatoire (16 cas), l'offre est facultative pour l'actionnaire minoritaire. Dans ce cas, douze des seize offres obligatoires sans intention de RO font apparaître des décotes sur la méthode intrinsèque utilisée (DCF ou ANR). Ces décotes varient entre 2,1% et 27,0%. Cependant, l'offre reste facultative pour l'actionnaire minoritaire et présente une opportunité de sortie et une liquidité immédiate aux mêmes conditions de l'actionnaire de référence cédant.¹⁷²

Sur les autres opérations, les décotes concernent notamment la méthode des comparables boursiers et la référence au cours de bourse sans conséquence notable sur la conclusion de l'expert.

- **Offre publiques obligatoires avec RO**

Dans le cas des offres obligatoires incluant l'éventualité de mise en œuvre d'un retrait obligatoire (14 cas), l'offre peut aboutir à une situation d'expropriation pour l'actionnaire minoritaire. Cependant, elle reste facultative si le taux de détention de l'initiateur à l'issue de l'offre n'atteint pas les 95% (90% depuis 2020) des droits de vote de la société visée.

5 des 14 offres obligatoires avec intention de RO font apparaître des décotes sur la méthode intrinsèque utilisée (DCF ou ANR). Ces décotes varient entre 0,1% et 15,2%. Le prix d'offre sur deux des cinq opérations identifiées présente des décotes très légères (0,05%¹⁷³ et 0,30%¹⁷⁴) sur la valeur centrale issue des DCF et reste dans la fourchette de valeurs calculées par les DCF.

Les prix d'offre sur deux autres opérations présentent de légères décotes (5,3%¹⁷⁵ et 6,6%¹⁷⁶). Sur ces deux derniers cas, l'expert indépendant a limité sa mission à la seule opération initiale sans se prononcer sur le retrait obligatoire.

¹⁷² Cf. à titre d'illustration, en annexe 2, la conclusion de l'expert indépendant dans le cadre de l'OPAS visant les titres Futuren (ex Theolia)

¹⁷³ OPA visant les titres de la société Léon de Bruxelles initiée par la société Leon Invest 2 en avril 2008

¹⁷⁴ OPAS visant les titres de la société Novagali Pharma initiée par la société Santen en novembre 2011

¹⁷⁵ OPAS visant les titres de la société Ginger initiée par la société Grontmij France SAS en juin 2010

¹⁷⁶ OPAS visant les titres de la société Outremer Télécom initiée par la société OMT Invest SAS en juillet 2011

Sur le cas où le prix d'offre présentait une décote sur la méthode des DCF de 15,2%, l'OPAS envisagée¹⁷⁷ était effectuée dans un cadre particulier où la société visée était en situation de difficulté financière. La mise en œuvre de l'OPAS était en effet dépendante de la réalisation d'une augmentation de capital, condition sine qua none pour la réalisation du plan d'affaires dont dépendait la valeur extériorisée par la méthode des DCF. L'expert indépendant a conclu que le prix proposé respectait l'égalité de traitement de tous les actionnaires de la société. Cependant, il ne s'est pas prononcé sur le caractère équitable des conditions financières de l'offre dans le cadre de l'éventuel RO.

Sur les 9 autres opérations, 8 d'entre elles font apparaître de légères décotes concernant notamment les méthodes analogiques et les références au cours de bourse et au cours cible des analystes financiers sans conséquence notable sur la conclusion de l'expert indépendant. Sur l'opération restante, une décote significative de 19,9% sur le cours de bourse a été constatée. Cependant, l'expert indépendant n'avait retenu cette méthode qu'à titre d'information à la vue de la liquidité limitée du titre.

Il est observable que les méthodes intrinsèques et la référence à l'ANC dans le cadre d'un RO présentent une importance évidente pour l'expert indépendant. En effet, aucune opération ne met en exergue une décote par rapport à l'ANC et nous relevons une seule constatation d'une décote sur la méthode intrinsèque, celle-ci étant liée à un contexte particulier (entreprise en difficultés financières).

iii Offres publiques volontaires

- **Offres publiques volontaires sans RO**

Dans le cadre des offres publiques volontaires (48 cas au total), 27 opérations ont été réalisées sans éventualité de mise en œuvre d'un retrait obligatoire à la suite de l'opération. Les prix d'offre sur 16 des 27 opérations présentent de légères décotes (entre 0,1% et 6,1%) sur les méthodes intrinsèques (DCF, ANR ou rente de goodwill). Ces décotes semblent être acceptables dans ce contexte d'offre facultative pour les actionnaires minoritaires. Pour 7 autres opérations, les décotes concernent des méthodes analogiques ou des références de valorisation retenues à titre de recoupement ou à titre secondaire par les experts indépendants. Quatre autres opérations présentaient des décotes importantes sur des méthodes intrinsèques¹⁷⁸.

- **Offre publiques volontaires avec RO**

Sur les 21 offres publiques volontaires avec éventualité de mise en œuvre d'un RO, des décotes ont été constatées notamment sur des méthodes retenues à titre secondaire (des méthodes analogiques ou sur des références de valorisation) sur 14 opérations. Sur les 7 autres opérations, le prix d'offre présente des décotes sur les méthodes intrinsèques¹⁷⁹.

¹⁷⁷ OPAS visant les titres de la société LaFuma SA initiée par la société Calida en novembre 2013

¹⁷⁸ Cf. en annexe 2 : conclusion de l'expert indépendant dans le cadre des opérations sur les titres des sociétés O2I, Foncières Paris France, Bouygues et Turenne Capital

¹⁷⁹ Cf. en annexe 2 : conclusion de l'expert indépendant dans le cadre des opérations sur les titres Lafarge/Holcim, Caméléon Software, OFI PEC, Seloger.com et Meetic

Par ailleurs, il convient de préciser que sur les 85 opérations étudiées, les offres d'achat volontaires opérées suivant la procédure simplifiée (OPRA et OPAS notamment) respectent, pour la grande majorité des cas, le critère du cours moyen pondéré par les volumes des 60 jours de bourse. Un seul cas fait exception, celui de l'OPAS visant EGTN initiée par Cap Holding en septembre 2009 (décote de 34% sur la référence au cours de bourse). Dans ce cas où la liquidité du titre était très limitée, l'expert indépendant a précisé, en concluant sur l'équité de l'OPAS et de l'éventuel RO, que même si le prix offert intègre une décote importante sur le cours de bourse, « *l'Offre en tant que telle permet de créer la liquidité nécessaire à la réalisation des titres (...)* ».

L'analyse des offres volontaires met en exergue l'importance des méthodes intrinsèques dans l'opinion de l'expert indépendant sur la valeur de la société visée. En cas de décote sur la valeur intrinsèque, l'expert ne conclut sur l'équité du prix que si l'offre présente un intérêt certain pour l'actionnaire minoritaire (liquidité immédiate à un prix supérieur au cours, synergies futures dans le cas des OPE...).

En conclusion, la nature de l'offre publique et sa typologie a une conséquence directe sur l'importance relative de chaque méthode d'évaluation et sur la conclusion de l'expert indépendant. Celui-ci doit donc placer le résultat de son analyse multicritère dans le contexte de l'opération et analyser le prix proposé compte tenu de la situation de l'actionnaire minoritaire ainsi que celle de l'initiateur.

3. Présentation de l'approche multicritère par l'expert indépendant

3.1 Du ou des critères retenus à titre principal...aux critères écartés

L'expert indépendant doit justifier de ses choix des critères à retenir et de leur hiérarchisation. Ce choix sera fonction d'un ensemble de facteurs, allant de l'information disponible, des caractéristiques des titres et de l'entité objet de l'offre, au contexte de l'offre et de certaines spécificités (cf. partie 2).

Il est important de préciser que la hiérarchisation conduit l'expert indépendant à choisir les critères à retenir et ceux à écarter, et à justifier l'importance relative qu'il donne à chaque critère retenu dans la formation de son opinion.

L'expert indépendant hiérarchise les critères retenus sur la base de la terminologie (i) de critères retenus à titre principal et (ii) de critères retenus à titre secondaire ou de recoupement.

En référence aux constats effectués sur un échantillon de 117 rapports d'experts indépendants de 2018 à 2021¹⁸⁰, nous relevons dans cette étude, s'agissant de la hiérarchisation des critères retenus, que :

- ✓ le DCF exclusivement à titre principal,
- ✓ le cours de bourse est à titre principal ou secondaire, mais de façon très majoritaire à titre principal,
- ✓ les transactions sur capital sont quasiment exclusivement à titre principal,
- ✓ les comparables boursiers à titre principal ou secondaire,
- ✓ les transactions comparables majoritairement à titre secondaire.

Nous présentons ci-après, les principaux facteurs et axes présentés par l'expert indépendant dans la justification de la hiérarchisation et la classification des critères.

¹⁸⁰ Publication du groupe de travail de l'APEI « Critères écartés »

i. Positionnement du critère du DCF

Ce critère est retenu à titre principal dans un grand nombre d'offres publiques, généralement en raison des fondamentaux de la méthode. En effet, la méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque de la cible par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de la cible, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

La justification du caractère principal attribué par les experts indépendants vient du fait que la méthode est généralement la plus adaptée, car elle tient compte des « caractéristiques de la société » et en particulier de ses propres perspectives de développement.

Ce critère, rarement écarté, peut l'être lorsque :

- ✓ le plan d'affaires n'est pas disponible,
- ✓ il n'existe pas d'informations de marché supplétives,
- ✓ la société exploite une activité qui consiste à gérer un patrimoine, comme l'immobilier. Dans ces cas, les flux se composent principalement de la cession et de l'acquisition d'actifs, événements par définition impossible à prévoir. Dans ce contexte, les méthodes basées sur l'actualisation des dividendes, de l'Actif Net Comptable ou de l'Actif Net Comptable Réévalué sont retenus à titre principal.

ii. Positionnement du critère du Cours de bourse

Ce critère est également retenu à titre principal dans un nombre significatif d'offres publiques. Cette hiérarchisation est généralement justifiée par le constat que le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions librement négociées sur un marché organisé et règlementé.

Le cours de bourse est un critère jugé pertinent par les experts indépendants à retenir à titre principal, quand ses principaux facteurs clés sont qualifiés. C'est-à-dire quand il existe une bonne efficacité du marché du titre, avec des niveaux, de flottant et de liquidité jugés suffisants et qu'il n'existe pas de limites à l'arbitrage.

Lorsque l'un ou plusieurs de ces facteurs sont en retrait, et jugés non totalement efficaces ou représentatifs, l'expert indépendant retiendra ce critère à titre secondaire ou l'écartera.

Nous constatons que les facteurs suivants entrent également en considération dans les choix de hiérarchisation de l'expert : le niveau de l'information financière, le nombre d'analystes suivant le titre, la corrélation entre certaines annonces effectuées par la cible et l'évolution du cours de bourse et/ou les volumes échangés.

iii. Positionnement des Transactions récentes et/ou préalables à l'offre

Cette méthode consiste à analyser la valeur de la cible extériorisée lors des principales transactions récentes sur son capital. Afin de hiérarchiser ce critère à retenir à titre principal ou secondaire nous relevons que les experts cherchent à qualifier :

la nature concurrentielle du processus de transaction mis en œuvre,

- ✓ la proximité des transactions avec l'offre,
- ✓ le contexte permettant d'apprécier si les actionnaires et dirigeants de la cible, parties aux transactions ont maximisé les conditions financières.

La hiérarchisation de ce critère sera également arbitrée par l'expert indépendant au regard de la quotité du capital concernée par cette transaction par rapport aux conditions et au contexte de l'offre publique.

Nous observons que ce critère est systématiquement analysé par l'expert indépendant. Il est logiquement écarté dans le cas d'absence d'opération suffisamment récente ou significative ou ne pouvant constituer une référence pertinente. Quand ce critère est retenu, il est dans un nombre significatif de cas exploité à titre principal dans les travaux de d'évaluation, en particulier lorsque l'offre est liée à la transaction.

iv. Positionnement du critère des Comparables boursiers

Les comparables boursiers sont également retenus par l'expert indépendant dans une offre publique sur deux. Quand ce critère est retenu, il est exploité dans les travaux d'évaluation autant à titre principal qu'à titre secondaire.

Le critère est une méthode d'évaluation usuelle et connue des investisseurs et actionnaires.

Ce critère est retenu dans la mesure où il est possible de constituer un échantillon de sociétés qui présentent des activités et des caractéristiques proches de celles de la cible. Pour de nombreuses offres, ce critère est retenu à titre secondaire et les experts justifient ce choix sur la base des facteurs principaux suivants, non cumulatifs :

- ✓ les sociétés de l'échantillon présentent des taux de croissance et/ou des taux de marge opérationnelle historiques et prévisionnels hétérogènes entre elles ;
- ✓ les sociétés de l'échantillon présentent des taux de croissance et/ou des taux de marge opérationnelle historiques et prévisionnels différents de ceux de la cible ;
- ✓ les sociétés de l'échantillon présentent une intensité capitalistique différente de celle de la cible ;
- ✓ les sociétés de l'échantillon présentent une capitalisation boursière moyenne supérieure que celle de la cible impliquant l'application d'une décote ;
- ✓ les sociétés de l'échantillon présentent une différence de modèle économique, de marché, de localisation géographique, de stratégie avec ceux de la cible.

A l'inverse, ce critère est retenu à titre principal quand l'expert observe que tout ou partie des conditions sont réunies pour constituer un échantillon de référence pertinent.

v. Positionnement du critère des Transactions comparables

Les transactions comparables sont retenues, tout comme les comparables boursiers, par l'expert indépendant dans une offre publique sur deux. Quand ce critère est retenu, il est majoritairement exploité à titre secondaire dans les travaux d'évaluation.

Ce critère est retenu par les experts car il intègre la valeur intrinsèque des titres de la cible et en fonction du contexte, le cas échéant, une prime de contrôle, reflet des synergies attendues ou autres considérations de marché.

Dans un nombre significatif d'offres, l'expert indépendant le classe à titre secondaire, et cela en fonction de son appréciation des facteurs suivants :

- ✓ transactions portant sur des sociétés réellement comparables à la cible en termes d'activités, de modèle économique, de taille, de croissance, de rentabilité et de zone géographique (voir également les facteurs relatifs aux comparables boursiers explicités dans la précédente partie) ;

- ✓ disponibilité de l'information publique sur les transactions ;
- ✓ caractère significatif de l'échantillon des transactions comparables constitué ;
- ✓ contexte des transactions par rapport aux conditions de l'offre.

À l'inverse et à l'instar du critère précédent, il devrait être retenu à titre principal quand l'expert observe que tout ou partie des conditions sont réunies pour constituer un échantillon de référence pertinent.

3.2 Présentation des informations relatives aux critères écartés

Tel que rappelé en introduction, la recommandation AMF DOC-2006-15 précise les modalités de mise en œuvre d'une approche multicritères en distinguant la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'utilisation de références de valorisation, charge à l'expert indépendant de définir la ou les méthodes les mieux adaptées et de confronter les résultats obtenus aux références disponibles.

Cette recommandation opère donc une distinction explicite entre méthodes de valorisation d'une part et références de valorisation d'autre part, qui devraient donc faire l'objet d'appréciation distinctes par l'expert indépendant dans son rapport.

Elle expose également une nécessité de présenter, **lorsque cela est effectivement possible**, en complément aux valeurs issues des méthodes ou références privilégiées, celles qui résulteraient des méthodes ou références exclues.

i. Difficulté liée à une éventuelle dilution de l'information

L'expert indépendant peut de ce fait se trouver confronté à une difficulté liée à la nécessité de concilier une exigence de clarté de son rapport, afin de pouvoir présenter une information donnant un éclairage pertinent au lecteur, au regard notamment des méthodes et références retenues, et la nécessité de présenter des valeurs issues de méthodes ou références exclues, qui pourrait aboutir à une dilution contreproductive de l'information figurant dans son rapport.

En pratique, et à l'examen des rapports publiés sur les dernières années, les experts indépendants dédient un paragraphe sur l'examen et la hiérarchisation des critères examinés en indiquant :

- ✓ **Les méthodes ou références de valorisation écartées**, en précisant dans une partie clairement identifiée, les principes de chacune de ces méthodes d'évaluation et les raisons ayant conduit à les écarter.
- ✓ **Les méthodes ou références de valorisation retenues**, qui font par ailleurs fréquemment l'objet d'une hiérarchisation : les méthodes peuvent être retenues à titre principal, secondaire ou indicatif.

La difficulté précitée peut alors être résolue par l'expert indépendant de deux façons :

- ✓ en s'appuyant sur le texte de la recommandation DOC-2006-15, qui précise que l'exposé des résultats auquel aurait conduit la méthode ou référence écartée ne peut être fait que lorsque cela est possible, c'est-à-dire lorsque l'information est disponible ; cet exposé étant alors réalisé dans le corps du rapport ;
- ✓ et en présentant dans sa synthèse sur la valeur les seuls résultats auxquels il parvient en application des méthodes et références retenues à titre principal, secondaire et indicatif, et en ne faisant donc pas état des résultats issus des méthodes et références écartées.

ii. Présentation des méthodes écartées et des informations relatives à celles-ci

L'analyse des rapports d'expertise indépendante publiés sur les dernières années montre des présentations homogènes des critères écartés, préalablement à l'exposé des méthodes et références retenues pour les besoins de l'évaluation.

Ces présentations des critères écartés comprennent généralement :

- ✓ un exposé de la méthode ou de la référence correspondant à chaque critère écarté, et de la façon dont elle devrait être mise en œuvre si elle avait été retenue ;
- ✓ une présentation des raisons pour lesquelles ce critère doit être écarté, qu'il s'agisse de sa pertinence intrinsèque au regard de la société évaluée, ou de l'impossibilité de sa mise en œuvre ;
- ✓ et, le cas échéant, lorsque cela est possible, une mention à titre indicatif (mais qui ne sera pas reprise dans la synthèse) de la valeur qui résulterait de cette méthode ou de cette référence.

En pratique, les critères les plus régulièrement écartés comprennent :

- ✓ la référence à l'actif net comptable, qui présente rarement de pertinence (sauf dans les secteurs immobilier ou financier au sens large) et pour laquelle l'expert indépendant fait usuellement mention de la valeur qui en résulterait, cette valeur étant considérée comme une valeur plancher ;
- ✓ la méthode de l'actif net réévalué ;
- ✓ la méthode reposant sur l'actualisation des distributions de dividendes, qui ne peut être mise en œuvre que dans le cas d'une société procédant à des distributions de dividendes régulières et qui, aujourd'hui, se trouve régulièrement remplacée par des méthodes privilégiant la valorisation de l'actif économique par actualisation des flux futurs de trésorerie (étant rappelé que les deux approches sont généralement redondantes) ;
- ✓ la référence aux objectifs de cours des analystes, qui nécessite pour être retenue que le titre fasse l'objet d'un suivi régulier par plusieurs analystes, permettant de dégager un consensus. L'absence de suivi ne peut permettre à l'expert indépendant de faire état d'une valeur, tandis que le fait que le suivi du cours soit assuré par un unique analyste peut amener l'expert indépendant à faire état du dernier objectif de cours de cet analyste, sans que cette information soit reprise dans sa synthèse ;
- ✓ enfin, la méthode analogique reposant sur l'observation de transactions comparables est régulièrement écartée dès lors que l'expert indépendant ne dispose pas d'informations relatives à des transactions présentant des caractéristiques similaires à la société évaluée, ou de données suffisamment exploitables sur ces transactions.

La décision d'écarter certaines méthodes ou références nécessite donc l'exercice du jugement de l'expert indépendant pour apprécier au cas par cas, en fonction de la nature de la société évaluée, le caractère pertinent ou non de ces critères, et le fait que les raisons justifiant et motivant cette décision d'écarter telle méthode ou référence soient explicitement mentionnés.

Elle n'exclut cependant pas la nécessité pour l'expert indépendant, dans le cas où celui-ci serait amené à présenter une valeur, certes non retenue, mais pouvant présenter une décote significative par rapport au prix, de s'interroger sur les raisons de cette décote et de présenter dans son rapport une explication de celle-ci.

3.3 Cohérence et pertinence de la présentation des critères retenus dans le rapport (identification des bonnes pratiques)

L'étude de rapports d'experts indépendants émis ces dernières années permettent d'identifier des façons d'opérer pour décrire et présenter des évaluations multicritères, et de dégager les bonnes pratiques présentées ci-après.

Il est nécessaire que l'expert indépendant indique notamment :

- ✓ les principes de valorisation de chacune des méthodes et les raisons conduisant l'expert indépendant à positionner chacune des méthodes sur tel ou tel niveau hiérarchique ;
- ✓ la définition et/ou la différence qui est faite entre les différents niveaux de hiérarchie des méthodes, notamment concernant les méthodes retenues « à titre secondaire » et celles retenues « à titre indicatif », le cas échéant.

Ainsi, à titre d'exemple, dans son analyse sur la mise en œuvre de l'évaluation multicritère, un rapport pourrait distinguer clairement les méthodes retenues en fonction de leur importance.

Ainsi, il présenterait :

- ✓ **Les critères retenus à titre principal**, qui seraient les méthodes ou références de valorisation permettant de reconnaître une valeur pertinente de la société évaluée.
- ✓ **Les critères retenus à titre secondaire**, qui correspondraient aux méthodes mises en œuvre ou références de valorisation, présentant certains biais ou déficit de comparabilité.
- ✓ **Les critères présentés à titre indicatif** : il s'agirait de valeurs identifiées et connues du marché (essentiellement le cours de bourse s'il n'est pas liquide ou, le cas échéant, les prix de transactions non transposables...) considérées comme peu pertinentes dans le cadre de l'évaluation réalisée.

L'utilisation de la notion de « recoupement » est à notre avis distincte de la démarche de hiérarchisation susvisée. Son usage ne devrait pas, à notre avis, altérer la hiérarchisation des critères.

Dans un souci de cohérence de la structure du rapport, cette hiérarchie des critères retenus devrait alors être reprise à l'identique dans la synthèse des valeurs ainsi que dans la conclusion de l'expert Indépendant, et permettrait ainsi de justifier les éléments sur lesquels ce dernier se fonde pour exprimer sa conclusion sur le caractère équitable de l'opération.

Il est essentiel que le rapport soit cohérent entre les développements insérés dans le corps dudit rapport, la synthèse des valeurs sous forme de tableau ou de graphique (« *football field* ») et la conclusion sur la hiérarchisation des critères retenus.

La conclusion du rapport doit être explicite sur la hiérarchie des critères.

4. Conclusion (Synthèse et recommandations)

Si le caractère multicritère de l'approche d'évaluation est communément admis par les experts indépendants et plus généralement par les praticiens de l'évaluation d'entreprise, il est néanmoins utile de rappeler qu'il ne doit pas conduire au recours à une multiplicité de critères, redondants ou non pertinents.

Au travers de la mise en œuvre de cette approche, l'expert indépendant doit apprécier et justifier les analyses et résultats utiles à la formation de son opinion.

Ainsi, la hiérarchisation des critères, dont il convient de rappeler qu'ils regroupent des méthodes d'évaluation et des références de valorisation, constitue une étape incontournable pour conférer à l'approche toute sa pertinence et justifier l'opinion de l'expert indépendant.

L'approche d'évaluation est par nature soumise à des contraintes liées en premier lieu à l'information disponible. Les limitations induites sont susceptibles de conduire l'expert indépendant à ne pas pouvoir mettre en œuvre de façon pertinente certaines méthodes ou retenir certaines références de valorisation, l'obligeant ainsi à les écarter et à ne présenter ces dernières, le cas échéant, qu'à titre informatif.

Dans tous les cas, et conformément à la recommandation de l'AMF 2006-15, l'expert indépendant doit recourir à la ou les méthodes les mieux adaptées au regard des caractéristiques de la société (notamment sa situation financière, son organisation et son secteur d'activités) et du marché de ses titres.

S'agissant de ce dernier point, si dans le contexte d'une offre publique portant sur une société cotée, l'examen du cours de bourse est incontournable, ne serait-ce que du point de vue de l'actionnaire auquel s'adresse l'offre, l'expert indépendant doit apprécier la portée qu'il donne à cette référence par rapport aux autres critères mis en œuvre au regard de la pertinence et du caractère significatif de ce critère.

En fonction de différents axes d'analyse (incluant notamment l'importance et la rotation du flottant, le volume de titres échangés, la qualité de l'information mise à disposition du marché mais aussi les éventuels facteurs endogènes ou exogènes susceptibles d'affecter le marché du titre), l'expert indépendant appréciera la représentativité du cours de bourse et donc son poids relatif dans l'analyse multicritère.

Le contexte propre à chaque offre publique et la nature de l'offre (obligatoire ou volontaire, procédure normale ou simplifiée, avec ou sans retrait obligatoire) constituent également des axes de hiérarchisation des critères retenus.

À ce titre, l'étude des offres pour lesquelles les méthodes mises en œuvre par l'expert indépendant et références de valorisation retenues ont fait apparaître des décotes induites par le prix d'offre (avec une incidence ou des conséquences sur la conclusion de l'expert indépendant) a en outre permis de mettre en exergue de façon empirique une hiérarchisation des méthodes et références de valorisation en fonction de la nature et du contexte propre à chaque offre publique.

La présentation par l'expert indépendant dans son rapport de l'importance relative qu'il attribue à chaque critère retenu dans la formation de son opinion est à notre avis essentielle, de même que les principaux facteurs justifiant cette hiérarchisation pour chacun des critères retenus ou écartés.

S'agissant des critères écartés, l'expert indépendant peut se trouver confronté à une difficulté liée à la nécessité de concilier une exigence de clarté de son rapport, afin de pouvoir présenter une information donnant un éclairage pertinent au lecteur, au regard notamment des méthodes et références retenues, et la recommandation de l'AMF de présenter des valeurs issues de méthodes ou références exclues, qui pourrait aboutir à une dilution contreproductive de l'information figurant dans son rapport.

Cette difficulté peut à notre avis être résolue par l'expert indépendant en s'appuyant sur le texte de la recommandation susvisée, qui précise que l'exposé des résultats auquel aurait conduit la méthode ou référence écartée ne peut être fait que lorsque cela est possible, **c'est-à-dire lorsque l'information est disponible**, et en présentant dans sa synthèse sur la valeur les seuls résultats auxquels il parvient en application des méthodes et références retenues à titre principal, secondaire ou indicatif.

Enfin, il revient à l'expert indépendant de présenter son analyse des critères retenus distinguant clairement les méthodes et références retenues en fonction de leur importance.

- ✓ méthodes ou références de valorisation permettant de reconnaître une valeur pertinente de la société évaluée, à **titre principal** ;
- ✓ méthodes ou références de valorisation, présentant certains biais ou déficit de comparabilité, à **titre secondaire** ;
- ✓ valeurs identifiées et connues du marché considérées comme peu pertinentes (essentiellement le cours de bourse s'il n'est pas liquide) dans le cadre de l'évaluation réalisée, à **titre indicatif**.

Par ailleurs, l'utilisation de la notion de « recoupement » ne devrait pas, à notre avis, altérer la démarche de hiérarchisation des critères.

Dans un souci de cohérence de la structure du rapport, cette hiérarchie des critères retenus devrait alors être reprise à l'identique dans la synthèse des valeurs ainsi que dans la conclusion de l'expert indépendant, cette dernière devant être explicite sur l'analyse effectuée.

Annexe 1 : Offres publiques dont le prix d'offre présente une décote sur au moins un critère d'évaluation retenu par l'expert indépendant

Date de dépôt de l'offre	Type Opération	Intention de RO	Obligatoire / Volontaire	Société cible	Prix par action de l'Offre (note d'info définitive)	Décote maximale	Critère présentant la décote la plus élevée	Critères retenus par l'expert indépendant (prime/décote)																		
								DCF	Actif net réévalué	Actualisation des dividendes (DDM)	Rente de goodwill	Comparables boursiers	Transactions comparables	Cours de bourse	Transaction sur le capital	Actif net comptable	Cours cible des analystes	Prime / Cours de bourse (60) ou 3 mois	Prime sur ANC							
OPR-RO ou RO (7 opérations)																										
12/11/2013	OPR-RO	Oui	Volontaire	Fala	6 660,00 €	-10,8%	Comp Boursiers	7,2%																		
30/04/2013	OPR-RO	Oui	Volontaire	Biscuits Gardeil	22,58 €	-2,2%	ANR	-2,2%																		
28/10/2011	RO	Oui	Volontaire	Outremer Telecom	8,15 €	-8,2%	Crs analystes	17,4%																		
27/05/2010	OPR-RO	Oui	Volontaire	Network Related Services	18,00 €	-15,9%	Transact. de référe	6,8%																		
06/01/2009	OPR-RO	Oui	Volontaire	Distriborg Groupe	157,00 €	-7,2%	Trans comp	1,1%																		
21/02/2007	OPR-RO	Oui	Volontaire	Sofinnova SA	8,42 €	-31,9%	ANC	0,0%																		
22/11/2006	OPR-RO	Oui	Volontaire	Averys	62,00 €	-8,4%	Comp Boursiers	-3,7%																		
Offres publiques obligatoires (30 opérations)																										
Offres publiques obligatoires sans intention de RO (16 opérations)																										
06/06/2016	OPAS	Non	Obligatoire	Theolia (Futuren)	0,70 €	-27,0%	DCF	-27,0%																		
28/04/2016	OPE	Non	Obligatoire	Foncière des Murs	1 lni / 3 cible	-2,7%	ANR	-2,7%																		
17/12/2015	OPAS	Non	Obligatoire	Cegereal	35,65 €	-2,3%	ANR	-2,3%																		
08/06/2015	OPRA	Non	Obligatoire	Linedata	25,00 €	-9,1%	Crs analystes	-6,9%																		
08/06/2015	OPAS	Non	Obligatoire	Linedata	25,00 €	-9,1%	Crs analystes	-6,9%																		
10/10/2014	OPAS	Non	Obligatoire	Générale de Santé	16,00 €	-1,7%	Comp Boursiers	10,0%																		
01/08/2014	OPAS	Non	Obligatoire	CNIM	105,00 €	-16,0%	DCF	-16,0%																		
01/10/2013	OPAS	Non	Obligatoire	Nexeya	12,00 €	-4,1%	DCF	-4,1%																		
11/06/2013	OPE	Non	Obligatoire	Foncière Dév. Logements	6 lni / 23 Cible	-8,2%	ANR	-8,2%																		
20/04/2011	OPAS	Non	Obligatoire	Metrologic	38,00 €	-5,8%	DCF	-5,8%																		
15/12/2010	OPA	Non	Obligatoire	Stallergenes	59,00 €	-24,9%	Crs analystes	26,5%																		
18/05/2009	OPAS	Non	Obligatoire	Cofidur	0,78 €	-26,5%	Comp Boursiers	-6,4%																		
10/07/2007	OPAS	Non	Obligatoire	Kaufman & Broad	50,17 €	-7,3%	Crs de brse	-4,0%																		
09/03/2006	OPAS	Non	Obligatoire	Sodice Expansion	150,00 €	-9,5%	Crs de brse	4,2%																		
04/07/2014	OPR	Non	OPR Obligatoire	Carrefour Property development	19,20 €	-2,1%	ANR	-2,1%																		
25/06/2007	OPR	Non	OPR Obligatoire	Altarea	200,00 €	-1,4%	Crs de brse	9,9%																		
Offres publiques obligatoires avec intention de RO (14 opérations)																										
23/06/2015	OPAS	Oui	Obligatoire	Emme	3,20 €	-7,0%	Crs de brse	19,0%																		
29/11/2013	OPAS	Oui	Obligatoire	LaFuma SA	14,00 €	-15,2%	DCF	-15,2%																		
04/09/2012	OPAS	Oui	Obligatoire	LaCie	4,50 €	-3,9%	Trans comp	2,0%																		
09/11/2011	OPAS	Oui	Obligatoire	Novagalí Pharma	6,15 €	-0,3%	DCF	-0,3%																		
22/07/2011	OPAS	Oui	Obligatoire	AES Chemunex	0,55 €	-0,7%	Crs de brse	14,4%																		
30/06/2010	OPAS	Oui	Obligatoire	Ginger	28,20 €	-5,3%	DCF	-5,3%																		
05/03/2010	OPAS / OPES	Oui	Obligatoire	Compagnie La Lucette	10,08 €	-2,3%	Crs de brse	0,0%																		
08/02/2010	OPAS	Oui	Obligatoire	CIAT - André Trigano	48,00 €	-19,9%	Crs de brse	13,0%																		
29/04/2008	OPA	Oui	Obligatoire	Léon de Bruxelles	10,90 €	-2,5%	Trans comp	-0,1%																		
13/03/2012	OPE	Reserve	Obligatoire	Silic	5 lni / 4 Cible	-1,8%	Comp Boursiers	1,9%																		
29/07/2011	OPAS	Reserve	Obligatoire	Outremer Telecom	12,00 €	-6,6%	DCF	-6,6%																		
27/05/2011	OPAS	Reserve	Obligatoire	Tharreau Industries	31,50 €	-1,9%	Trans comp	26,5%																		
21/11/2007	OPA	Reserve	Obligatoire	CCA International	5,00 €	-9,8%	Comp Boursiers	3,4%																		
27/07/2007	OPA	Reserve	Obligatoire	Auféminin.com	32,00 €	-6,4%	Crs analystes	12,2%																		

Date de dépôt de l'offre	Type Opération	Intention de RO	Obligatoire / Volontaire	Société cible	Prix par action de l'Offre (note d'info définitive)	Décote maximale	Critère présentant la décote la plus élevée	Critères retenues par l'expert indépendant (prime/décote)										Prime s/ Cours de bourse (60j) ou 3 mois	Prime sur ANC
								DCF	Actif net réévalué	Actualisation des dividendes (DDM)	Rente de goodwill	Comparables boursiers	Transactions comparables	Cours de bourse	Transaction sur le capital	Actif net comptable	Cours cible des analystes		
Offres publiques volontaires (48 opérations)																			
Offres publiques volontaires sans intention de RO (27 opérations)																			
09/11/2015	OPRA	Non	Volontaire	Alstom	35,00 €	-1,9%	DCF	-1,9%								8,4%	21,35%	162,36%	
30/04/2015	OPRA	Non	Volontaire	Orolia	15,00 €	-4,0%	DCF	-4,0%									14,80%	80,72%	
09/12/2014	OPE	Non	Volontaire	O2I	3 Ini / 2 Cible	-46,8%	Comp Boursiers	-29,3%									36,00%	n.a	
12/11/2014	OPRA	Non	Volontaire	Generix	2,20 €	-0,5%	DCF	-0,5%									18,60%	33,60%	
30/04/2014	OPA	Non	Volontaire	Bourbon	24,00 €	-20,0%	Trans comp	-2,0%									17,90%	23,08%	
05/12/2013	OPRA	Non	Volontaire	Devoteam	13,50 €	-5,7%	ANC	2,0%									30,70%	-5,66%	
17/09/2013	OPA	Non	Volontaire	SAM	38,00 €	-5,4%	Rente de goodwill	8,7%									34,00%	-34,48%	
03/09/2013	OPAS	Non	Volontaire	Etam Developpement	23,00 €	-35,0%	ANC	7,5%									32,00%	-35,03%	
02/04/2013	OPRA	Non	Volontaire	Siparex Croissance	29,00 €	-0,1%	ANR		-0,1%	0,3%							2,40%	10,27%	
30/10/2012	OPRA	Non	Volontaire	Turenne Investissement	5,80 €	-29,5%	ANR	-29,5%									31,40%	-22,04%	
04/06/2012	OPRA	Non	Volontaire	Rougier	41,00 €	-3,0%	DCF	-3,0%									42,00%	-21,31%	
23/02/2012	OPRA	Non	Volontaire	Havas	4,90 €	-2,5%	DCF	-2,5%									31,80%	61,72%	
07/10/2011	OPA	Non	Volontaire	Foncière Paris France	110,00 €	-19,5%	ANR	-19,5%									6,40%	-19,50%	
20/09/2011	OPRA	Non	Volontaire	Bouygues	30,00 €	-11,0%	DCF	-11,0%									13,00%	18,58%	
23/05/2011	OPM / OPA	Non	Volontaire	Modelabs	4,40 €	-2,3%	DCF	-2,3%									29,20%	56,50%	
16/05/2011	OPA	Non	Volontaire	Schaeffer-Dufour	24,00 €	-8,3%	ANC										22,45%	-8,34%	
29/04/2011	OPR	Non	Volontaire	Tesfran	20,33 €	-1,5%	ANR	-1,5%									68,02%	1,00%	
11/04/2011	OPRA	Non	Volontaire	LVL Medical	20,00 €	-0,7%	DCF	-0,7%									33,00%	284,62%	
06/09/2010	OPRA	Non	Volontaire	LVL Medical	20,00 €	-3,7%	Comp Boursiers	-3,7%									27,60%	345,43%	
30/09/2009	OPRA	Non	Volontaire	Foncière Dév. Logements	18,00 €	-6,1%	ANR	-2,1%	-6,1%								71,43%	-6,05%	
19/05/2009	OPRA	Non	Volontaire	LaCie	2,70 €	-5,3%	Comp Boursiers										29,90%	8,00%	
22/04/2009	OPRA	Non	Volontaire	Vet'affaires	13,00 €	-0,8%	DCF	-0,8%									36,84%	-60,10%	
22/02/2008	OPRA	Non	Volontaire	Siparex Croissance	29,90 €	-1,2%	ANR		-1,2%	3,0%							15,00%	2,05%	
20/06/2007	OPA	Non	Volontaire	Entrepose Contracting	64,40 €	-5,4%	Cr� analystes	11,5%									18,10%	403,13%	
25/05/2007	OPAS	Non	Volontaire	Camaieu	267,00 €	-0,1%	DCF	-0,1%									10,7%	459,75%	
30/03/2007	OPRA	Non	Volontaire	Lectra	6,75 €	-5,1%	DCF	-5,1%									22,06%	229,27%	
07/12/2006	OPRA	Non	Volontaire	Siparex Croissance	30,20 €	-0,6%	Cr� de brse	7,9%	1,2%								-0,60%	6,20%	
Offres publiques volontaires avec intention de RO (21 opérations)																			
13/05/2016	OPAS	Oui	Volontaire	Orolia	20,00 €	-26,0%	Trans comp	9,0%									18,00%	112,77%	
11/03/2016	OPA / OPE	Oui	Volontaire	Foncière de Paris SIIC	136,00 €	-1,5%	Trans comp		0,5%								26,50%	0,50%	
05/01/2016	OPAS	Oui	Volontaire	Efeso Consulting	3,30 €	-2,9%	Cr� analystes	8,0%									0,14%	78,38%	
23/06/2014	OPRA	Oui	Volontaire	Foncière Dév. Logements	7,85 €	-3,9%	Comp Boursiers		7,4%								75,80%	n.c	
23/05/2014	OPAS	Oui	Volontaire	Orchestra-Premaman	40,00 €	-18,0%	Comp Boursiers	2,7%									7,00%	60,50%	
12/11/2013	OPAS	Oui	Volontaire	LaCie	4,50 €	-2,0%	Trans comp	11,0%									2,70%	21,62%	
13/11/2012	OPAS	Oui	Volontaire	Banque Tameaud	140,00 €	-2,8%	Trans comp			103,9%							65,20%	4,95%	
21/10/2011	OPA / OPE	Oui	Volontaire	OFI PEC	11,60 €	-15,0%	ANR		-15,0%								36,80%	96,61%	
04/09/2009	OPAS	Oui	Volontaire	EGTN	45,00 €	-34,0%	Cr� de brse		132,3%								-34,00%	23,00%	
19/02/2008	OPA	Oui	Volontaire	Genesys Conferencing	2,50 €	-17,5%	Trans comp	0,0%									42,00%	180,90%	
14/11/2006	OPAS	Oui	Volontaire	Nissan France SA	203,00 €	-17,2%	Trans comp	2,1%									90,70%	324,69%	
11/05/2015	OPE	Reserve	Volontaire	Lafarge	9 Ini / 10 Cible	-10,0%	Cr� analystes	-7,7%									-5,70%	n.c	
30/06/2014	OPA	Reserve	Volontaire	Club Méditerranée	21,00 €	-1,8%	Comp Boursiers	1,8%									55,70%	56,72%	
25/10/2013	OPA	Reserve	Volontaire	Cameleon Software	2,05 €	-7,0%	DCF	-7,0%									158,49%	286,79%	
08/07/2013	OPA	Reserve	Volontaire	Theolia	1,70 €	-5,9%	Cr� analystes	1,2%									34,90%	-33,59%	
30/05/2013	OPA	Reserve	Volontaire	Club Méditerranée	17,50 €	-3,6%	Comp Boursiers	0,6%									29,30%	20,69%	
22/06/2011	OPA	Reserve	Volontaire	Meetic	15,00 €	-12,3%	Trans comp	-4,2%									-0,66%	48,51%	
06/04/2011	OPA	Reserve	Volontaire	Rhodia	31,60 €	-0,2%	Trans comp	26,4%									44,30%	n.s ANC-	
28/09/2010	OPA	Reserve	Volontaire	Seloger.com	34,00 €	-15,0%	DCF	-15,0%									16,20%	209,94%	
28/04/2008	OPA	Reserve	Volontaire	Geodis	135,00 €	-14,7%	Transact. de référé	-10,5%									57,80%	97,66%	
06/02/2007	OPM / OPE	Reserve	Volontaire	Emme	11 Ini / 10 cible	-2,8%	Trans comp										24,30%	-2,48%	

Annexe 2 : Extrait des conclusions de l'expert indépendant dans le cadre de l'analyse des 85 opérations dont le prix d'offre présentait une décote sur au moins un critère d'évaluation retenu par l'expert indépendant

(Classement en ordre chronologique de l'offre la plus récente à la plus ancienne)

Futuren (ex-Theolia) (Juin 2016 – OPAS sans RO)

Extrait de la conclusion de l'expert

« Nous considérons que le prix d'Offre de 0,70 euro par action ne reflète pas la valeur fondamentale de la Société, résultant notamment de l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Cependant, (i) le prix d'Offre permet aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une fenêtre de liquidité à un prix supérieur aux comparables boursiers et au cours de Bourse et (ii) les actionnaires minoritaires, qui le souhaiteraient, peuvent conserver leurs titres pour profiter, éventuellement, d'une valorisation potentiellement plus intéressante notamment dans le cadre d'une cession ultérieure, qui constitue un objectif annoncé de l'Initiateur. Ils auront ainsi la possibilité, même avec une liquidité réduite, de réaliser leur capital. (...) »

Nous considérons en conséquence que les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les porteurs de titres de la Société. »

Lafarge (mai 2015 – OPA avec réserve sur RO¹⁸¹)

Extrait de la conclusion de l'expert

« S'agissant de l'intérêt de l'Offre d'un point de vue financier, l'absence de prime conduit à s'interroger sur le potentiel de création de valeur lié aux synergies. En effet, en l'absence de synergies, une offre d'échange sans prime ne présenterait pas d'intérêt financier pour les actionnaires de la société cible. En revanche, si le regroupement est susceptible de générer des synergies, l'offre mérite d'être considérée. Bien plus, si la création de valeur susceptible d'être générée par ces synergies est significative par rapport aux Valeurs Intrinsèques, le positionnement de la parité envisagée au sein de la fourchette des parités issues d'une évaluation multicritère importe peu, car son impact sur l'appréciation du patrimoine des actionnaires de la société cible est limité. (...) »

En conclusion, considérant, d'une part, le positionnement de la Parité par rapport aux parités induites par les Valeurs Intrinsèques et, d'autre part, le potentiel de création de valeur liée aux synergies, nous estimons que les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires de Lafarge. »

Fala (Novembre 2013 – OPR-RO)

Extrait de la conclusion de l'expert

« Enfin, à défaut de pouvoir identifier des sociétés cotées directement comparables à FALA, nous avons mis en œuvre, à titre secondaire, une approche fondée sur des multiples issus d'un échantillon de sociétés cotées, présentant des similitudes en termes d'activités à celles des participations de FALA. Les multiples de valorisation induits ont donc une pertinence limitée dans le cadre de la présente évaluation. »

¹⁸¹ L'initiateur se réserve le droit de procéder à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'offre si son résultat le permet.

LaFuma (Novembre 2013 – OPAS avec intention de RO)

Extrait de la conclusion de l'expert pour l'opération d'augmentation de capital

« Du fait de la position spécifique de Calida, à la tête de la Société depuis plus de neuf mois, nous ne disposons pas d'une référence ou d'une estimation fiable de la Valeur Intrinsèque de la Société, c'est-à-dire d'une valeur « en stand alone » qui ferait abstraction du plan de redressement opérationnel élaboré par Calida. Ainsi, le cours de bourse de la période récente, soit 14,1 € en moyenne sur le mois précédant l'annonce de l'Opération, intègre sans doute en partie l'existence et les effets attendus de ce plan. Bien plus, l'estimation de 16,5 € qui a été obtenue à l'aide de la méthode DCF à partir du Plan d'affaires, intègre par construction la totalité des effets attendus du plan de redressement. »

S'agissant de la Valeur Intrinsèque de la Société, tout au plus peut-on considérer qu'elle est a priori nettement inférieure à la référence donnée par les cours de bourse de la période récente et plus encore à l'estimation donnée par la méthode DCF. En effet, en l'absence de réalisation de l'Opération, la Société ne bénéficierait pas des synergies managériales qui sont engendrées par l'implication des équipes Calida et la transmission de son savoir-faire au profit du Groupe, et sur lesquelles repose la totalité du Plan d'affaires. En outre, le financement en cours de négociation auprès des banques serait également à risque et les conditions de réalisation des augmentations de capital rendues nécessaires par la situation financière de la Société (aujourd'hui en bris de covenants) totalement inconnues. »

Extrait de la conclusion de l'expert pour L'OPAS

« S'agissant à présent d'apprécier le caractère équitable du prix d'offre de 14 € envisagé par Calida dans le cadre de l'OPAs, les deux éléments suivants doivent être considérés. En premier lieu, dans la mesure où le prix de 26 € obtenu en janvier 2013 par l'ancien président de la société pour la cession de son bloc familial à Calida ne peut constituer une référence pertinente dans le contexte de l'Opération (cf. supra, section 4.1.3), ce prix de 14 € respecte l'égalité de traitement de tous les actionnaires de la Société. En second lieu, il nous semble logique que le prix auquel Calida a acquis le contrôle de la Société soit également le prix auquel elle doit assurer la liquidité des actionnaires désireux de sortir en vertu de la réglementation boursière. Sur cette base, nous estimons que le prix d'offre de 14 € est équitable pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'OPAs envisagée. »

Turenne Investissement (Octobre 2012 – OPRA sans RO)

Extrait de la conclusion de l'expert

« Le prix d'Offre de 5,80€ par action Turenne Investissement permet aux actionnaires de céder une partie de leurs actions avec une prime sur les cours de bourse récents légèrement supérieure à 30% et une décote proche de 30% sur l'ANR, limitée par rapport à la décote historique qui est d'environ 40% sur la période 2007-2012 et à la décote récente de 45%. »

Les actionnaires sont libres d'apporter ou non leurs actions à l'OPRA sachant que l'actionnaire qui n'apporte pas ses actions doit considérer d'un point de vue strictement financier qu'il ne pourra pas racheter sur le marché sa quote-part de participation à un prix inférieur ou égal au prix d'Offre. (...)

Le prix de 5,80€ par action est équitable pour les actionnaires de Turenne Investissement. »

Averys (Novembre 2011 – OPR-RO)

Extrait de la conclusion de l'expert

« Considérant que le prix d'indemnisation de 62€ envisagé pour le retrait obligatoire des actions de la Société est supérieur au prix négocié par l'Initiateur lors du rachat en mai 2006 d'un bloc de 56 750 actions dans le cadre d'une transaction de gré à gré, considérant que l'analyse des cours de bourse de la période récente ne peut valablement constituer une référence pertinente compte tenu du contexte de l'opération et de la »

faiblesse des volumes échangés, considérant enfin que ce prix de 62€ est cohérent avec les fourchettes d'estimations obtenues par deux approches d'évaluation complémentaires (méthode DCF et méthode des comparaisons boursières), nous estimons que le prix de 62€ est équitable pour les actionnaires minoritaires résiduels de la Société. »

OFI PEC (Octobre 2011 – OPA/OPE avec intention de RO)

Extrait de la conclusion de l'expert

« Les résultats présentés ci-dessus font apparaître majoritairement des primes pour l'actionnaire minoritaire d'OFI PEC. Seule la méthode par l'ANR présente une parité qui est défavorable aux actionnaires minoritaires d'OFI PEC. Toutefois, les actions des sociétés holdings se négocient généralement avec une décote sur leur ANR. Or, les décotes d'ANR qui ont été calculées tant pour la Branche Echange que pour la Branche Achat sont très inférieures à la décote historique sur le cours de bourse, qui pour OFI PEC est proche de 50%. Il en résulte que l'OPAS proposée aux actions est, à notre avis, équitable pour les actionnaires minoritaires. »

Outremer télécom (Octobre 2011 – RO) - Changement de plan d'affaires en retenant le plan d'affaires de l'initiateur

Extrait de la conclusion de l'expert

« Le plan d'affaires développé par l'Initiateur et communiqué aux banques dans le cadre du « debt push down » induit, par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, une valeur inférieure au prix proposé (prime de 17,2 % par rapport à la valeur centrale). Le management nous a confirmé qu'à la lumière des évolutions récentes, ce plan constituait une référence plus pertinente pour apprécier le prix proposé que le plan qu'il avait établi dans le cadre du processus de cession. Nous rappelons par ailleurs que le plan d'affaires ne tient pas compte d'un éventuel développement de la 4G, ni du coût pouvant résulter du renouvellement des licences 2G et 3G. »

Foncière Paris France (Octobre 2011 – OPA sans RO)

Extrait de la conclusion de l'expert -1^e rapport

« Il ressort des travaux que nous avons conduits que le prix d'Offre de 100 € par action Foncière Paris France proposé par la société PHRV Paris Hôtels Roissy Vaugirard est sensiblement inférieur aux résultats obtenus par la mise en œuvre d'une approche multicritère sur la Société. De plus, les conditions de l'Offre sont susceptibles de porter atteinte à l'égalité de traitement entre les détenteurs des différents titres visés par l'Offre (actions, bons de souscription d'actions et obligations remboursables en actions). »

Extrait de la conclusion de l'expert – 2^e rapport

« Il ressort de la mise à jour des travaux d'évaluation que nous avons réalisée à la suite du dépôt du projet d'offre publique d'achat en surenchère le 29 novembre 2011 que le prix d'Offre Révisée de 110 € par action Foncière Paris France proposé par la société PHRV Paris Hôtels Roissy Vaugirard est inférieur aux résultats obtenus par la mise en œuvre d'une approche multicritère sur la Société. »

Bouygues (Septembre 2011 – OPRA sans RO)

Extrait de la conclusion de l'expert

« Au cas particulier, le prix de 30 euros proposé dans le cadre de la présente opération offre une prime sur les valeurs de marché (cours de bourse et approches analogiques) justifiant l'intérêt de vendre pour les actionnaires qui le souhaitent, et une décote raisonnable par rapport aux valeurs intrinsèques de la Société (analyses DCF) justifiant l'intérêt, pour les actionnaires qui restent au capital, que la Société rachète ses propres titres.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 30 euros est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Bouygues, dans le cadre d'une Offre facultative pour l'ensemble des actionnaires. »

Outremer télécom (Juillet 2011 – OPAS avec réserve sur RO)

Extrait de la conclusion de l'expert

« Notre rapport n'est pas établi dans la perspective d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire. Nous nous prononçons dans le cadre de l'OPAS, offre facultative pour les actionnaires minoritaires de la société Groupe Outremer Telecom.

(...)

Dans le présent contexte d'offre facultative pour les actionnaires minoritaires, nous sommes d'avis que le prix de 12 euros par action Groupe Outremer Telecom qu'OMT Invest envisage de proposer (avant distribution du dividende extraordinaire) est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Groupe Outremer Telecom. »

Meetic (Juin 2011 – OPA avec réserve sur RO)

Extrait de la conclusion de l'expert

« Comme nous l'avons indiqué, l'action a perdu son statut de valeur de croissance et sa prime spéculative. Le marché a d'ailleurs ratifié pour le moment les termes de l'offre. Le prix offert ne présente aucune prime, Match.com étant déjà un actionnaire de référence de Meetic et n'ayant pas l'intention de retirer la valeur de la cote. Le prix se situe clairement en bas de la fourchette de valorisation. (...)

Il s'agit d'une offre facultative où les actionnaires ont le choix de monétiser leur investissement ou de conserver une exposition au risque de la société. En cas de fort succès de l'offre, les actionnaires conserveront un titre dont le risque s'améliorera mais dont la liquidité en Bourse se dégradera.

Notre mission était de nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert. Nos travaux et les considérations qui précèdent nous conduisent à valider l'équité du prix proposé, notamment du fait du caractère facultatif de l'opération. »¹⁸²

Seloger.com (septembre 2010 – OPA avec réserve sur RO)

Extrait de la conclusion de l'expert

« Les valeurs par action obtenues par la mise en œuvre des méthodes d'évaluation intrinsèques et analogiques s'inscrivent dans une fourchette de 37,1 € (multiples de comparables boursiers) à 40 € (valeur centrale du DCF).

Ces valeurs reposent notamment sur le plan d'affaires élaboré par la Direction de SELOGER.COM, lequel reflète l'ambition du management au regard du potentiel de croissance de l'activité Média - Petites annonces (augmentation du taux de pénétration, capacité à faire progresser le panier moyen), des relais de croissance développés par la société (logement neuf, locaux commerciaux, activité d'agence web) et enfin de la position incontestable et incontestée à ce jour de leader qu'occupe SELOGER.COM sur son marché.

¹⁸² Dans le cadre d'une offre publique volontaire réalisée sous la procédure normale, le RO à l'issue de la réussite de l'offre (atteinte de 95% du capital) est de droit et que l'avis de l'expert indépendant ou le visa de l'AMF ne sont pas requis pour sa mise en œuvre (article 237-16 du RGAMF)

Ces constatations nous conduisent à formuler les observations suivantes sur le caractère équitable du prix proposé de 34 € :

- Celui-ci s'inscrit dans la continuité du prix par action payé par AS ONLINE pour l'acquisition, hors marché, le 9 septembre 2010 d'un bloc minoritaire (12,36% du capital) à certains des dirigeants et offre ainsi à l'ensemble des actionnaires d'accéder à la liquidité et donc la possibilité de sortir aux mêmes conditions avec une prime par rapport aux cours de bourse historiques avant l'annonce du projet d'OPA, de +13,3% à +16,2% selon les cours de référence retenus. Il convient d'observer que ces cours de bourse de référence incluent l'effet de l'annonce du chiffre d'affaires du deuxième trimestre intervenue en juillet 2010 mais n'incluent pas l'effet de l'annonce des résultats semestriels, intervenue le jour de l'annonce de l'OPA.

- De plus, nous rappelons que l'offre vise la prise de contrôle du groupe SELOGER.COM. Or, on doit observer que le prix offert conduit à constater une décote de -8,3% sur la base du critère des comparables boursiers, lequel correspond à une approche minoritaire, et une décote de -14,9% sur la base du DCF, critère dominant dans le cadre d'une prise de contrôle majoritaire. »

Ginger (Juin 2010 - OPAS avec intention de RO)

Précision dans le corps du rapport de l'expert

« Conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, dans l'hypothèse où les actions non présentées par les actionnaires minoritaires de Ginger ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Ginger, Grontmij a indiqué qu'elle avait l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire. Nous précisons que le présent rapport ne couvre pas cette procédure éventuelle. Si cette procédure était lancée dans les 3 mois suivant la clôture de la présente offre, nous émettrions un rapport complémentaire. »

Extrait de la conclusion de l'expert

« Nous nous prononçons dans le cadre de l'OPAS, offre facultative pour les actionnaires minoritaires de Ginger. (...)

Dans ce contexte d'offre facultative pour les actionnaires minoritaires réalisée au même prix que celui payé lors de la cession du contrôle de la société et compte tenu des primes significatives offertes par rapport aux cours de bourse, nous sommes d'avis que le prix de 28,20 euros par action Ginger que Grontmij envisage de proposer est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Ginger. »

Compagnie Internationale André Trigano (CIAT) (février 2010 – OPAS avec intention de RO)

Extrait de la conclusion de l'expert

« Tout en les présentant à titre d'information, nous avons exclu le critère de l'actif net comptable, non représentatif de la capacité de la Société à créer de la valeur dans le futur, et la référence au cours de bourse de l'action CIAT. Concernant ce dernier critère, les analyses réalisées suggèrent que l'action a fait l'objet d'une importante spéculation pendant l'année 2007, lors de la prise de contrôle du Groupe par Acto et de l'entrée au capital de Proméo, portant le cours du titre à ses plus hauts historiques. Pourtant, les performances financières de la Société et la dégradation de sa structure financière ont démenti les anticipations des investisseurs. Par ailleurs, en 2008 et jusqu'au 12 octobre 2009, le cours s'est maintenu à un prix élevé dans une fourchette étroite, et dans des volumes étiqués représentant annuellement moins de 1% du capital. Pour ces raisons, nous estimons que le cours de bourse ne constitue pas un critère de valorisation pertinent de l'action CIAT. »

EGTN (Septembre 2009 – OPAS avec intention de RO)

Extrait de la conclusion de l'expert

« Le prix offert révisé à 45€ par action pour l'OPAS et pour le retrait obligatoire qui pourrait être réalisé à la suite de l'OPAS présente une prime de +23% sur la valeur d'actif net comptable au 30 juin 2009. Il offre une prime significative sur les valeurs qui peuvent être déterminées en tenant compte de la situation de grande difficulté où se trouve actuellement l'entreprise même en supposant un rapide retour à meilleure fortune. On rappelle en effet à cet égard que la valeur que nous déterminons sous hypothèse de continuité de l'exploitation ressort à 26,7€ par action sur laquelle le prix offert révisé présente une prime de +69%. Dans ce cas, même si le prix offert intègre une décote importante, jusqu'à 36%, sur les prix des transactions en bourse réalisées sur le passé récent, il présente, à notre avis, une attractivité certaine pour l'actionnaire : l'Offre en tant que telle permet de créer la liquidité nécessaire à la réalisation des titres et le prix offert permet de sécuriser l'actionnaire en regard de la valeur potentielle du titre à terme. On notera également que le prix offert révisé présente une prime de +16% sur le prix de la dernière OPA en novembre 2007 alors que les performances et la valeur d'actif net de l'entreprise se sont depuis nettement dégradées.

Compte tenu de nos analyses de la valeur d'EGTN, le prix offert révisé de 45€ par action nous paraît équitable tant dans le cadre de l'OPAS que du retrait obligatoire envisagé à la suite de l'OPAS. »

Geodis (Avril 2008 – OPA avec réserve sur RO)

Extrait de la conclusion de l'expert

« Notre rapport est établi au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du Conseil d'Administration de Geodis, en raison de la présence au Conseil d'Administration de Geodis d'administrateurs représentant le groupe SNCF. Il ne nous a pas été demandé de nous prononcer sur l'indemnisation des actionnaires dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire. (...)

Ainsi, le prix proposé se situe au bas de la fourchette des valeurs correspondant au potentiel espéré de l'entreprise. Ce potentiel dépend cependant de la réalisation du plan d'affaires, dans un contexte économique incertain. Par ailleurs, le prix proposé assure aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent, une liquidité à un prix très supérieur aux cours de bourse récents.

Dans ces conditions, nous sommes d'avis que le prix de 132,15€ par action (coupon détaché) que la société initiatrice SNCF Participations envisage de proposer est équitable d'un point de vue financier, dans le cadre d'une offre facultative pour les actionnaires minoritaires de la société Geodis et dans le contexte de marché actuel. »¹⁸³

Genesys (février 2008 – OPA avec intention de RO)

Extrait de la conclusion de l'expert

« Il ne nous a pas été demandé de nous prononcer sur l'indemnisation des actionnaires dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire. (...)

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix de 2,50 euros par action que la société initiatrice West International Holdings Limited envisage de proposer est équitable d'un point de vue financier, dans le cadre d'une offre facultative pour les actionnaires de la société Genesys. »¹⁸⁴

¹⁸³ Cf. note de bas de page n°17

¹⁸⁴ Cf. note de bas de page n°17

Annexe 3 : Participants à la rédaction du chapitre

Le présent chapitre a été établi par un groupe de travail composé de représentants de structures professionnelles membres de l'APEI :

Rapporteur :

- Eric Le Fichoux (Advisorem)

Membres :

- Richard Bonnet (JPA)
- Christophe Bonte (Grant Thornton)
- Armelle Deydier (Ricol Lasteyrie)
- Maxime Hazim (Crowe HAF)
- Edouard Loeper (Prorevise)
- Hugues de Noray (Advolis Orfis)
- Lucas Robin (Finexsi)