

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 108

juillet 2017

EXPERTISES INDEPENDANTES : QUELLES PRIMES ET DECOTES ?

Une offre publique d'acquisition est une procédure boursière qui permet de prendre le contrôle d'une société cotée en bourse ou de renforcer une participation dans une société cotée déjà contrôlée. Il existe différents types d'offres publiques, l'offre publique d'achat (OPA) pour laquelle l'acquisition des titres par l'initiateur est proposée contre une somme en espèces, l'offre publique d'échange (OPE) pour laquelle l'acquisition des titres est proposée en échange d'autres titres cotés, émis ou à émettre, ou encore le retrait obligatoire (RO) pour lequel si, à l'issue de toute offre publique, les titres non apportés à l'offre représentent moins de 5 % du capital et des droits de vote, l'actionnaire majoritaire peut mettre en œuvre un retrait obligatoire sur ces titres. Notons que ce dernier s'apparentant à une expropriation de l'actionnaire minoritaire, il convient de veiller à ce que le prix d'offre comprenne une indemnité d'expropriation adéquate, afin d'éviter toute contestation ultérieure.

Depuis la publication du Titre VI du Livre II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en septembre 2006, l'AMF impose aux sociétés visées par une offre publique d'acquisition la désignation d'un expert indépendant lorsque l'offre est susceptible de générer un conflit d'intérêt et de porter atteinte à l'égalité entre actionnaires. L'expert indépendant doit rédiger un rapport dont l'objet est de porter un jugement étayé sur l'équité du prix d'offre. Pour ce faire, il procède à la valorisation des actions de la société visée par l'offre en s'appuyant sur une approche de valorisation dite multicritères, processus lui permettant d'extérioriser des primes et/ou décotes par rapport au prix d'offre avant in fine de conclure sur son caractère équitable, ou non, du point de vue des actionnaires minoritaires.

La présente étude se propose d'analyser les primes et décotes généralement observées par méthode ou référence de valorisation retenue, sur longue période, sur la base des attestations d'équité disponibles sur le site Internet de l'AMF.

PRINCIPE DE LA METHODOLOGIE MISE EN ŒUVRE

Pour les besoins de notre étude, nous avons utilisé les rapports d'expertise indépendante des 7 dernières années, de janvier 2010 à juin 2017, disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), soit 241 rapports d'expertise indépendante. Nous avons exclu les rapports pour lesquels l'offre publique :

- est une OPE ; ou
- porte sur des bons de souscriptions d'actions.

Sur ces bases, l'échantillon de notre étude s'élève *in fine* à 228 rapports d'expertise indépendante.

Pour chacune des expertises indépendantes visées, nous avons enregistré les primes et/ou décotes ressortant de chacune des méthodes et références de valorisation retenues par l'expert indépendant. Dans l'éventualité où l'expert indépendant a mis en œuvre plusieurs variantes d'une même méthode ou référence de valorisation, nous avons calculé la prime ou la décote sur la base de la moyenne [...]

[...] des variantes. A titre d'illustration, s'agissant de la méthode des comparables boursiers, pour un prix d'offre de 100, si les multiples d'excédent brut d'exploitation (EBE) et de résultat d'exploitation (REX) font ressortir une valeur de l'action respectivement de 50 et 60, la prime calculée sur la base de la moyenne des variantes, soit 55 $[(50 + 60)/2]$, s'élève donc à 81,8% $[(100 - 55)/ 55]$. Selon la même logique, pour les expertises indépendantes affichant un intervalle de valeur, nous avons calculé la prime ou la décote sur la base de la valeur moyenne de l'intervalle de valeurs affichées par l'expert indépendant.

Nous avons en outre distingué les offres publiques suivies d'un retrait obligatoire des autres offres publiques afin de constater, le cas échéant, dans quelle mesure les primes extériorisées par les experts indépendants sont différentes dans les deux cas de figure.

A noter enfin que nous n'avons pas précisé si les méthodes retenues par les experts indépendants l'étaient à titre principal ou à titre de recoupement ou d'information, cette distinction n'apparaissant donc pas dans les tableaux d'analyse présentés au paragraphe suivant.

Cette méthodologie repose sur 11 méthodes ou références de valorisation différentes, mises en œuvre par les experts indépendants, à savoir :

- la référence au cours de bourse ;
- la méthode DCF to the firm¹ ;
- la méthode des comparables boursiers ;
- la méthode des transactions comparables ;
- la référence aux transactions récentes sur le capital ;
- la méthode de l'actif net réévalué (ANR) ;
- la référence à l'actif net comptable (ANC) ;
- la référence aux objectifs de cours des analystes financiers ;
- la méthode du rendement ;
- la méthode de la somme des parties ; et
- la méthode DCF to equity².

PRIMES ET DECOTES OBSERVEES

Les tableaux ci-après présentent, sous forme synthétique et statistique, les primes et décotes extériorisées en fonction des différentes méthodes ou références de valorisation retenues par les experts indépendants :

¹ Actualisation des flux de trésorerie disponible ou méthode des *discounted cash flows* (DCF).

² DCF pour lequel les flux de trésorerie d'exploitation sont calculés sous déduction des flux qui reviennent aux prêteurs ; il permet d'estimer directement la valeur des capitaux propres.

		Méthodes de valorisation retenues					
		Cours de bourse	DCF to the firm	Comparables boursiers	Transactions comparables	Transactions sur le capital	ANR
Retrait obligatoire	Moyenne	41%	39%	42%	28%	16%	75%
	Médiane	16%	12%	18%	25%	6%	33%
	Ecart-type	102%	78%	89%	27%	34%	128%
	Maximum	595%	400%	517%	77%	168%	483%
	Minimum	-4%	0%	-2%	-17%	-1%	-2%
	Items (#)	32	30	33	9	26	12
	Décotes (#)	2	0	3	2	1	1
Offres publiques qui ne relèvent pas d'un retrait obligatoire	Moyenne	34%	28%	50%	25%	13%	21%
	Médiane	26%	8%	20%	17%	3%	1%
	Ecart-type	41%	134%	216%	32%	32%	90%
	Maximum	326%	1567%	2600%	138%	238%	400%
	Minimum	-98%	-28%	-24%	-26%	-99%	-98%
	Items (#)	172	149	147	72	115	33
	Décotes (#)	11	24	18	12	7	11
Totalité des offres publiques retenues	Moyenne	35%	30%	49%	26%	14%	35%
	Médiane	25%	8%	19%	18%	4%	2%
	Ecart-type	55%	126%	199%	32%	32%	105%
	Maximum	595%	1567%	2600%	138%	238%	483%
	Minimum	-98%	-28%	-24%	-26%	-99%	-98%
	Items (#)	204	179	180	80	141	45
	Décotes (#)	13	24	21	14	8	12

		Méthodes de valorisation retenues					
		ANC	Objectif de cours des analystes	Méthode du rendement	Somme des parties	DCF to equity	Toutes méthodes confondues
Retrait obligatoire	Moyenne	21%	10%	27%	N/A	N/A	37%
	Médiane	11%	7%	27%	N/A	N/A	16%
	Ecart-type	21%	7%	0%	N/A	N/A	83%
	Maximum	47%	19%	27%	N/A	N/A	595%
	Minimum	0%	3%	27%	N/A	N/A	-17%
	Items (#)	5	3	1	0	0	151
	Décotes (#)	0	0	0	0	0	9
Offres publiques qui ne relèvent pas d'un retrait obligatoire	Moyenne	73%	31%	18%	15%	-2%	32%
	Médiane	10%	12%	17%	11%	5%	13%
	Ecart-type	192%	72%	16%	12%	37%	122%
	Maximum	1079%	492%	42%	38%	27%	2600%
	Minimum	-35%	-15%	-3%	-9%	-98%	-99%
	Items (#)	31	58	4	10	8	799
	Décotes (#)	5	6	1	1	1	97
Totalité des offres publiques retenues	Moyenne	66%	30%	20%	15%	-2%	33%
	Médiane	11%	12%	19%	11%	5%	13%
	Ecart-type	179%	70%	15%	12%	37%	117%
	Maximum	1079%	492%	42%	38%	27%	2600%
	Minimum	-35%	-15%	-3%	-9%	-98%	-99%
	Items (#)	36	61	5	10	8	949
	Décotes (#)	5	6	1	1	1	106

Les tableaux ci-avant font ressortir les principaux points suivants :

- toutes méthodes confondues, le niveau moyen de prime ressort à 33% et celui médian à 13%, l'écart entre ces deux estimateurs traduisant une forte volatilité des primes extériorisées, point corroboré par le niveau de volatilité très significatif des primes observées, égal à 117% ;

-
- à l'instar du point précédent, l'intervalle entre la prime minimum, au cas d'espèce une décote de - 99%, et celle maximum, égale à 2600%, apparaît très large corroborant le fort niveau de volatilité des primes constatées ;
 - s'agissant des trois méthodes de valorisation les plus pratiquées, à savoir le cours de bourse, représentatif de la valeur de marché de l'action, la méthode DCF, représentative de la valeur intrinsèque de l'action, et la méthode des comparables boursiers, approche analogique de la valeur de marché, les niveaux de prime sont plus élevés pour la référence au cours de bourse (35% pour la moyenne et 25% pour la médiane) et la méthode des comparables boursiers (49% pour la moyenne et 19% pour la médiane) que pour la méthode DCF (30% pour la moyenne et 8% pour la médiane), ceci traduisant, de manière générale, des primes plus resserrées par rapport à la valeur intrinsèque ; et
 - toutes méthodes confondues, le nombre de décotes constatées est assez peu significatif puisqu'il atteint 11,2% (106/949) de l'ensemble des primes et décotes recensées ; ce nombre est légèrement plus élevé s'agissant de la méthode DCF, soit 13,4% (24/179), et nettement moins élevé s'agissant de la référence au cours de bourse, soit 6,4% (13/204).

En complément des commentaires précédents, s'agissant des retraits obligatoires, nous observons que :

- les primes observées (37% pour la moyenne et 16% pour la médiane) sont plus élevées que celles constatées pour les autres offres publiques (32% pour la moyenne et 13% pour la médiane) ;
- la volatilité des primes et décotes observées (83%) est plus faible que celle qui ressort des autres offres publiques étudiées (122%) ; et
- le nombre de décotes constatées, soit 6% (9/151), est nettement plus faible que celui constaté pour les autres offres publiques étudiées, soit 12,1% (97/799).

Ces derniers éléments traduisent, en moyenne, un niveau de prime plus élevé en matière de retraits obligatoires, cohérent avec l'exigence implicite de prime d'éviction revenant aux actionnaires minoritaires.

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com