

Position – recommandation AMF n° 2011-11 Opérations d'apports ou de fusion

Texte de référence : article 212-34 du règlement général de l'AMF

La présente position-recommandation s'inscrit dans le cadre de la recommandation de 1977 relative à l'information des actionnaires et à la rémunération des apports en nature dans le cadre d'opérations de fusion, d'apport partiel d'actifs ou de scission, mais aussi dans la continuité de la doctrine appliquée par l'AMF dans le cadre des opérations d'apports en nature ou d'apports partiels d'actifs.

1. L'approche multicritères dans les opérations de fusion ou d'apports

La recommandation de 1977 posait le principe d'une approche multicritères, principe qui a été depuis étendu à d'autres types d'opérations, et énonçait un certain nombre de règles à respecter dans l'application de ces critères afin de permettre aux commissaires aux apports ou commissaires à la fusion d'étayer et de motiver leur avis sur la rémunération proposée.

Il avait ainsi été précisé de bien distinguer la notion de la valeur des biens reçus et la notion de contrôle de la rémunération versée en contrepartie.

Pour mémoire, conformément au droit des sociétés, lors de ces opérations, le commissaire à la fusion et/ou aux apports émet un avis, qui pour le premier devra s'assurer que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et que le rapport d'échange est équitable et, pour le second, devra s'assurer de la non surévaluation des apports par rapport au montant de l'augmentation de capital prévue, augmentée de la prime éventuelle.

En pratique, dans le cas d'une fusion ou d'un apport, les émetteurs sont tenus de donner l'information nécessaire aux actionnaires sur la rémunération et/ou la valeur des apports, pour leur permettre de choisir ou non l'approbation de l'opération par leur vote en assemblée générale. Ces informations sont présentées dans un document enregistré par l'AMF dans des délais compatibles avec ceux de l'assemblée générale.

Aussi, est-il apparu utile de rappeler quelques grands principes d'information dans le cadre des opérations de fusion ou d'apports, s'agissant de l'information délivrée par les émetteurs ou par les commissaires aux apports ou à la fusion, notamment en ce qui concerne la valeur des apports et le rapport d'échange.

1.1. La présentation de la valeur des apports

En matière de valeur des apports, les émetteurs sont conduits à approcher la valeur réelle des apports par référence à différents critères et différentes méthodes, tels que :

- valeur boursière, si, en cas de fusion (ou d'apport de titres), la société absorbée (ou la société dont les titres sont apportés) émet des titres admis à la négociation sur un marché réglementé ;
- valeur de rentabilité (capitalisation d'un résultat prévisionnel normatif, actualisation de flux de trésorerie prévisionnels....) ;
- valeur patrimoniale (actif net corrigé ...) ;
- valeurs analogiques (comparaisons boursières, transactions comparables) ;

L'approche d'évaluation des apports doit prendre en considération les caractéristiques d'activité, de marché, et de rentabilité propres à ces apports.

Ainsi, les émetteurs explicitent dans la documentation requise¹ par l'AMF leur démarche quant à la détermination des valeurs d'apports selon une approche multicritères.

Afin d'apprécier la pertinence de cette approche, le commissaire aux apports détermine, notamment en fonction de l'analyse du contexte de l'opération, les approches d'évaluation qui lui apparaissent pertinentes à partir de cette analyse multicritères, qu'il lui appartient de compléter si nécessaire.

Comme le requiert l'avis technique de la CNCC², le commissaire aux apports est alors amené à considérer l'ensemble des données fournies par l'émetteur ou les sources externes avec un regard critique. Il apprécie le caractère raisonnable des hypothèses retenues, la pertinence et la concordance des différentes valeurs retenues. Il recherche, le cas échéant, s'il n'aurait pas été opportun de mettre en œuvre d'autres méthodes et ou critères d'évaluation et en apprécie l'incidence.

Sur cette base, le commissaire aux apports décrit dans son rapport l'analyse multicritères et la démarche qui l'a conduit à privilégier ou à exclure telle ou telle méthode.

A l'issue de ses analyses, le commissaire aux apports conclut sur la valeur des apports par rapport à la valeur réelle des apports pris dans leur ensemble résultant de son approche. En cas de surévaluation, il en tire les conséquences nécessaires sur l'expression de sa conclusion.

1.2. La présentation des éléments d'appréciation du rapport d'échange³

L'appréciation de la rémunération des apports requiert, comme condition préalable, la connaissance du contexte économique dans lequel se situe l'opération. Le rapport d'échange⁴ est le résultat de négociations entre l'apporteur et le bénéficiaire et il doit aboutir à un traitement équilibré des intérêts en présence. En conséquence, un rapport d'échange déséquilibré lèsera les actionnaires de l'une des sociétés en cause, apporteuse ou bénéficiaire des apports.

Cet enjeu renforce donc l'effort de transparence nécessaire en matière d'approche retenue quant aux méthodes appliquées. En pratique, les émetteurs sont conduits à présenter les valeurs relatives par référence à différents critères et différentes méthodes, tels que :

- l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- les comparables boursiers ;
- le critère du cours de bourse ;
- l'utilisation d'un critère patrimonial (actif net corrigé, ...) ;
- les transactions comparables.

La parité d'échange ou de fusion relève de la seule appréciation des sociétés participantes à l'opération. Toutefois, si des méthodes d'évaluation ont été écartées, il est alors utile de préciser pour quel motif.

Ainsi, les émetteurs explicitent-ils dans la documentation requise⁵ par l'AMF leur démarche quant à la détermination de la parité d'échange et des valeurs relatives selon une approche multicritère.

¹ Document E en application de l'article 212-34 du RG AMF et de l'instruction 2005-11 du 13 décembre 2005

² Avis technique de la CNCC sur le commissariat aux apports (CNCC- 20 janvier 2011)

³ S'entend des opérations rémunérées en actions ou en titres donnant accès au capital

⁴ Le rapport d'échange représente le nombre d'actions de la société bénéficiaire à émettre par cette dernière en échange de la valeur des apports.

⁵ Document E en application de l'article 212-34 du RG AMF et de l'instruction 2005-11 du 13 décembre 2005



Afin d'apprécier la pertinence de cette approche et comme le requiert l'avis technique de la CNCC⁶, le commissaire à la fusion ou aux apports⁷ est amené à considérer l'ensemble des données fournies par l'émetteur avec un regard critique. Il vérifie que les valeurs relatives présentées résultent d'une correcte application ou d'une mise en œuvre des critères et méthodes retenus en s'assurant de l'homogénéité des calculs entre les entités. Il vérifie en outre que seules les méthodes pertinentes ont été retenues, et seules les méthodes non pertinentes ont été écartées.

Afin de corroborer les valeurs relatives qui ont été attribuées aux actions dans l'opération envisagée, le commissaire à la fusion ou aux apports⁶ peut, par ailleurs, être amené à apprécier l'incidence que pourrait avoir une variation des hypothèses et paramètres utilisés. Il détermine ainsi si cette analyse, dite de sensibilité, peut remettre en cause la pertinence de l'intervalle de valeurs relatives proposé dans le projet de traité de fusion.

Le commissaire à la fusion ou aux apports⁶ décrit dans son rapport l'analyse multicritères et la démarche qui l'a conduit à privilégier ou à exclure telle ou telle méthode.

A l'issue de ses analyses, le commissaire à la fusion ou aux apports⁶ conclut sur le caractère équitable du rapport d'échange. En cas de désaccord, il en tire les conséquences nécessaires sur l'expression de sa conclusion.

Position :

Dans le cadre d'opérations de fusion ou d'apports, les émetteurs doivent fournir à leurs actionnaires, appelés à approuver ces opérations par leur vote, toutes les informations utiles à la bonne compréhension de l'opération, et à leurs incidences. Pour ce faire, l'AMF requiert des émetteurs qu'ils utilisent une approche multicritères afin de déterminer les valeurs retenues.

Les différentes méthodes communément admises doivent être clairement décrites dans la documentation requise par l'AMF et l'éventuelle exclusion de certaines méthodes doit être justifiée.

Les commissaires à la fusion ou aux apports examinent l'ensemble des données fournies par l'émetteur avec un regard critique. Leur rapport doit être détaillé tant sur la pertinence des méthodes retenues, que sur leur mise en œuvre concrète, afin de permettre aux actionnaires d'apprécier les conditions de rémunération de l'opération qui leur est proposée. Ils expriment un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange.

Le rapport des commissaires à la fusion ou aux apports doit être établi en conformité avec les avis techniques de la CNCC relatifs au commissariat aux apports et au commissariat à la fusion.

⁶ Avis technique de la CNCC sur le commissariat à la fusion (CNCC- 6 décembre 2010)

⁷ Ce point s'applique au commissaire aux apports lorsque la mission a été étendue à l'équité de l'opération

2. L'extension de la mission du commissaire aux apports à l'appréciation du rapport d'échange dans le cas d'opération d'apports

Dans le cadre des apports non soumis au régime des scissions, seul est requis un rapport d'un commissaire aux apports, dont l'objectif est de conclure sur la valeur des apports et non sur la rémunération équitable des apports.

L'AMF demande systématiquement une extension de la mission du commissaire aux apports à l'appréciation du rapport d'échange proposé. Cette extension doit pouvoir être établie au travers de l'ordonnance du Tribunal de Commerce nommant le commissaire aux apports.

Cette extension permet de garantir une bonne information des actionnaires qui sont appelés à accepter une dilution par leur vote lors de l'approbation d'un apport. L'AMF est donc fondée à demander, dans le périmètre des sociétés relevant de sa compétence, un rapport relatif à la rémunération des apports, tout comme toute société peut le faire, par ailleurs, sur la base de l'article L.236-22 du code de commerce.

Le commissaire aux apports apprécie et exprime un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange.

Position :

Dans le cadre d'opération d'apports, l'AMF requiert systématiquement que la mission du commissaire aux apports soit étendue à la rémunération des apports afin d'apprécier l'équité du rapport d'échange. Ce rapport doit être établi en conformité avec les avis techniques de la CNCC relatifs au commissariat aux apports et au commissariat à la fusion.

Par ailleurs, le commissaire aux apports doit apprécier, préalablement à l'acceptation de la mission proposée, la possibilité de l'effectuer au regard des principes généraux du code de déontologie des commissaires aux comptes. Cependant, il convient aussi que les situations de conflits d'intérêts potentielles ou existantes soient prises en compte dès l'acceptation de la mission.

En pratique, certains tribunaux de commerce demandent des déclarations d'indépendance aux commissaires aux apports.

Aussi, l'obtention d'une lettre du commissaire aux apports permettrait de contrôler la présentation des éventuels conflits d'intérêts potentiels dans les documentations soumises au contrôle de l'AMF. Cette lettre pourra être, le cas échéant, la même que celle délivrée aux tribunaux de commerce la requérant.

Recommandation :

Dans le cadre d'opération d'apports ou de fusion, l'AMF recommande que le commissaire à la fusion ou aux apports intègre, dès l'acceptation de sa mission, une analyse des situations de conflits d'intérêts potentielles ou existantes et transmette à l'AMF une lettre justifiant cette analyse.