

216C2262
FR0011594233-OP023-ES01

5 octobre 2016

Décision sur la conformité du projet d'offre publique d'échange simplifiée visant les actions de la société.

SFR GROUP

(Euronext Paris)

1. Dans sa séance du 4 octobre 2016, l'Autorité des marchés financiers a examiné le projet d'offre publique d'échange simplifiée déposé par BNP Paribas et JP Morgan, agissant pour le compte de la société de droit néerlandais Altice NV (« l'initiateur »), visant les actions émises par la société SFR GROUP (cf. D&I 216C1966 du 5 septembre 2016).

L'initiateur qui détient indirectement, à ce jour, 343 922 878 actions SFR GROUP représentant autant de droits de vote, soit 77,75% du capital et 77,74% des droits de vote de la société SFR GROUP¹, s'engage irrévocablement à acquérir les actions SFR GROUP qu'il ne détient pas par remise de 8 actions ordinaires Altice NV de catégorie A à émettre pour 5 actions SFR GROUP apportées.

L'offre vise (i) la totalité des actions existantes de SFR GROUP non encore détenues directement ou indirectement par l'initiateur soit, à ce jour, un maximum de 98 444 041 actions, représentant 22,25 % du capital existant de SFR GROUP, et (ii) les 1 396 420 actions nouvelles SFR GROUP susceptibles d'être émises en cas d'exercice des 1 396 420 options de souscription SFR GROUP² détenues par 6 bénéficiaires.

L'offre n'est soumise à aucune condition dans la mesure où le conseil d'administration d'Altice NV est autorisé à émettre les actions ordinaires de catégorie A destinées à rémunérer les apports d'actions SFR GROUP constatés dans le cadre de l'offre.

L'initiateur se réserve la possibilité de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et la radiation des actions SFR GROUP de la cote, afin de voir transférer à Altice NV les actions SFR GROUP non apportées à l'offre détenues par les actionnaires minoritaires (à l'exception des actions auto-détenues par SFR GROUP), si celles-ci ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de SFR GROUP, conformément aux dispositions des articles 237-14 et suivants du règlement général.

Au-delà de ce délai de trois mois, l'initiateur se réserve la possibilité, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir, ultérieurement directement ou indirectement, au moins 95 % des droits de vote de SFR GROUP, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (conformément aux dispositions de l'article 236-3 du règlement général) visant les actions SFR GROUP qui ne seraient pas directement ou indirectement détenues par Altice NV (à l'exception des actions auto-détenues par SFR GROUP).

¹ Sur la base d'un capital composé 442 366 919 actions représentant 442 411 626 droits de vote en application de l'article 223-11 du règlement général.

² Au titre des plans d'options de souscription du 7 novembre 2013, du 10 janvier 2014, du 28 mai 2014, du 28 novembre 2014, du 13 avril 2015 et du 8 septembre 2015.

L'initiateur se réserve la possibilité de demander la radiation des actions SFR GROUP de la cote d'Euronext Paris, même s'il n'est pas en mesure de procéder à un retrait obligatoire, dans le cadre des règles de marché d'Euronext en vigueur.

Il est rappelé que :

- le cabinet Accuracy, représenté par MM. Bruno Husson et Henri Philippe, a été mandaté par la société SFR GROUP en qualité d'expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'offre, en application de l'article 261-1 I, 1° du règlement général ;
 - à l'appui du projet d'offre, conformément aux articles 231-13, 231-16 et 231-26 du règlement général, les projets de note d'information de l'initiateur et le projet de note en réponse de la société SFR GROUP établis respectivement en application des articles 231-18 et 231-19 du règlement général ont été déposés et diffusés le 5 septembre 2016 (cf. D&I 216C1966 du 5 septembre 2016).
2. Pour examiner la conformité du projet d'offre, en application des articles 231-20 et 231-21 du règlement général, l'Autorité des marchés financiers a pris connaissance notamment :
- du projet de note d'information de l'initiateur, en ce compris les éléments d'appréciation de la parité offerte retenus par les établissements présentateurs ;
 - du projet de note en réponse de la société SFR GROUP, ce dernier comportant notamment l'avis motivé du conseil d'administration de SFR GROUP et le rapport de l'expert indépendant ;
 - de courriers d'actionnaires minoritaires contestant notamment (i) la méthodologie des travaux de valorisation de l'expert indépendant, notamment le choix de retenir le critère du cours de bourse sur une courte période, une valorisation par actualisation des flux qui amène à la parité de 1,60x sur la base d'un « scénario bas » pour SFR GROUP et d'un « scénario haut » pour Altice, l'exclusion de la méthode des comparables boursiers, couramment utilisée par les analystes financiers, (ii) l'intention de mettre en œuvre une convention de rémunération (cf. infra) sans une analyse précise des conséquences d'une telle convention pour les actionnaires de SFR GROUP auxquels s'adresse le projet d'offre publique, ce qui pourrait les inciter à y répondre favorablement.
3. L'Autorité a procédé à l'examen du projet d'offre publique en application de l'article 231-21 du règlement général et notamment « les objectifs et intentions de l'initiateur » (1°), « l'information figurant dans le projet de note d'information » (4°) et « dans les cas prévus à l'article 261-1, les conditions financières de l'offre, au regard notamment du rapport de l'expert indépendant et de l'avis motivé du conseil d'administration [...] » (5°), sur la base notamment du projet de note d'information de l'initiateur et du projet de note en réponse, comprenant le rapport de l'expert indépendant et un addendum, tels que modifiés depuis le dépôt du projet d'offre publique (cf. D&I 216C1966 du 5 septembre 2016).

Dans ce cadre, l'Autorité a relevé que :

- les banques présentatrices privilégient la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (ci-après méthode des DCF) appliquée à Altice et SFR GROUP sur la base, s'agissant d'Altice Etats-Unis, d'un consensus comprenant les prévisions établies par trois analystes financiers (consensus restreint) comprenant les prévisions considérées comme les plus pertinentes en ce qu'elles intègrent le plus les objectifs d'amélioration opérationnelle annoncés par le management, et ensuite sur la base de l'ensemble des objectifs disponibles pour Altice Etats-Unis (consensus étendu) et, s'agissant de SFR GROUP, l'ensemble des rapports de recherche ; sur ces bases les banques parviennent respectivement à des parités de 1,41x (somme des parties) et 1,55x (approche consolidée) et de 1,74x (somme des parties) et 1,76x (approche consolidée) ; à titre secondaire, les banques retiennent les comparables boursiers (parités de 1,37x et 1,21x sur la base du consensus restreint Altice Etats-Unis et 1,45x et 1,31x pour le consensus étendu), les cours cibles des analystes couvrant l'une ou l'autre des sociétés (médiane des parités de 1,55x et moyenne de 1,75x) et les cours de bourse (parités de 1,56x au 2 septembre, 1,57x et 1,64x respectivement pour les moyennes pondérées par les volumes sur 1 mois et 3 mois) ;

- l'expert indépendant privilégie la référence aux parités issues des cours de bourse qu'il juge pertinents eu égard à la liquidité respective des deux titres en retenant différentes moyennes à compter de début avril 2016, suite à l'échec de la consolidation du secteur des télécoms qui a affecté significativement les cours de bourse, lesquelles s'établissent entre environ 2x et 1,60x et retient au final la fourchette de parités de 1,60x-1,80x, soit la parité constatée en fin de période pour la borne basse, et la parité moyenne observée sur ladite période pour la borne haute ; l'expert mentionne la référence aux prix-cibles des analystes financiers qui suivent simultanément les deux groupes et parvient à une fourchette de parités de 1,58x-2,62x (avec une moyenne de 2,05x), en indiquant que la pertinence de cette référence est limitée compte tenu de l'hétérogénéité des prix cibles considérés ; l'expert a aussi mis en œuvre la méthode des DCF (approche somme des parties), sur la base d'un consensus étendu en retenant différents scénarii pour Altice et SFR GROUP pour aboutir à une fourchette comprise entre 1,60x (en retenant un « scénario bas » pour SFR GROUP et un « scénario haut » pour Altice Etats-Unis) et 1,98x (en retenant un « scénario haut » pour SFR GROUP et un « scénario bas » pour Altice Etats-Unis); il ne retient pas les méthodes analogiques ;
- l'initiateur a indiqué lors du dépôt du projet d'offre publique envisager de mettre en place, par une convention, une rémunération du « modèle Altice » auprès de SFR GROUP et des principales filiales opérationnelles du groupe, dont les conditions et les modalités sont encore à l'étude et de telle sorte que cette rémunération n'excède jamais une fraction de l'avantage perçu par SFR GROUP, laquelle rémunération est estimée par des notes de recherche entre 1% et 4% du chiffre d'affaires annuel, estimation cohérente avec les anticipations de l'initiateur qui envisage une fourchette comprise au sein de cette estimation ;
- la prise en compte de cette rémunération a fait l'objet d'une analyse préliminaire et illustrative par les banques présentatrices destinée à mesurer son impact sur les projections financières de SFR GROUP laquelle amènerait à une diminution des parités issues du DCF comprise entre 0,03x et 0,05x pour chaque pourcent de chiffre d'affaires de coût additionnel ;
- l'expert indique dans la conclusion de son rapport initial que « compte tenu de [...] l'impact éventuel [de la rémunération] sur la valeur des deux sociétés concernées, cet élément contextuel de l'offre sera probablement intégré par l'actionnaire minoritaire de SFR GROUP dans son analyse de l'offre », que « l'absence d'information précise sur les modalités de calcul de la rémunération qui serait due par SFR GROUP » ne lui permet pas « d'intégrer le projet de contrat de franchise dans ses travaux » et que « de ce fait, les conclusions [de son rapport] en font totalement abstraction » ; puis, dans l'addendum au rapport initial, l'expert, au vu de la fourchette résultant des anticipations de l'initiateur indique que « le mécanisme envisagé n'a pu être intégré explicitement dans [ses] travaux et, a fortiori, dans [son] appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre » et que « [...] la mise en place d'un mécanisme de rémunération du type de celui envisagé par l'initiateur ne serait pas de nature à remettre en cause la conclusion [qu'il a] formulée sur le caractère équitable de l'offre sur la base de l'ensemble des analyses conduites dans le cadre du rapport » ; reprenant à son compte l'analyse des banques présentatrices, l'expert a mesuré l'impact d'une rémunération du modèle Altice sur la fourchette de parités issue de la méthode du DCF qui s'établirait entre environ 1,4x et 1,8x selon les anticipations de l'initiateur.

Ainsi, les objectifs et intentions de l'initiateur font état d'un projet de contrat de rémunération dont la mise en œuvre et les modalités demeurent imprécises, dont l'impact serait négatif et potentiellement significatif sur la détermination des fourchettes de parité et devrait être pris en compte par les actionnaires dans leur analyse de l'offre. Dans le même temps, la parité de 1,60x proposée dans le présent projet d'offre publique se situe au point le plus bas des fourchettes de parité retenues par l'expert, qui n'a pu intégrer l'effet de ce contrat de rémunération dans ses travaux et dans sa conclusion sur l'équité du projet d'offre. Ces circonstances ne permettent pas, dès lors, de considérer que l'information destinée aux actionnaires minoritaires, notamment sur la justification de la parité d'échange retenue, soit complète, compréhensible et cohérente au sens des dispositions de l'article L. 621-8-1 du code monétaire et financier.

Par conséquent, l'Autorité a, en application des dispositions de l'article 231-23 du règlement général, décidé de déclarer non conforme le projet d'offre publique d'échange simplifiée visant les actions de la société SFR GROUP.