

225C0740
FR0000079659-OP022-R05

2 mai 2025

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

COMPAGNIE DU CAMBODGE

(Euronext Paris)

1. Dans ses séances des 25 mars, 8 et 15 avril 2025, suivies d'une consultation écrite du collège qui s'est achevée le 2 mai 2025, l'Autorité des marchés financiers a examiné le projet d'offre publique alternative de retrait déposé par Natixis et Société Générale, agissant pour le compte de la société Bolloré SE (« l'initiateur »), visant les actions émises par la société COMPAGNIE DU CAMBODGE (la « société ») en application de l'article 236-3 du règlement général (cf. D&I 224C1626 du 16 septembre 2024, D&I 224C1903 du 11 octobre 2024, D&I 225C0118 du 14 janvier 2025 et D&I 225C0151 du 17 janvier 2025).

Bolloré SE détient, directement et indirectement, seul ou de concert, 60 025 740 actions COMPAGNIE DU CAMBODGE représentant autant de droits de vote, soit 98,87 % du capital et des droits de vote de cette société¹.

L'initiateur s'engage irrévocablement à acquérir la totalité des actions COMPAGNIE DU CAMBODGE qu'il ne détient pas directement et indirectement, seul ou de concert, soit 690 070 actions² COMPAGNIE DU CAMBODGE représentant autant de droits de vote, soit 1,14 % du capital et des droits de vote de cette société², aux conditions financières rehaussées³ suivantes :

- **110 €** par action COMPAGNIE DU CAMBODGE apportée (la branche « numéraire ») ; ou
- **4,69** actions Universal Music Group N.V. (« UMG »)⁴ remises pour **1** action COMPAGNIE DU CAMBODGE apportée (la branche « titres »).

Il est précisé qu'aucune des branches de l'offre n'est plafonnée et que les actionnaires de COMPAGNIE DU CAMBODGE pourront apporter tout ou partie de leurs actions soit à la branche en numéraire soit à la branche en titres, soit en les répartissant entre la branche en numéraire et la branche en titres.

Il est relevé que l'initiateur, qui remplit d'ores et déjà les conditions de détention relatives au retrait obligatoire, a demandé à l'Autorité des marchés financiers de procéder au retrait obligatoire dès la clôture de l'offre publique de retrait si les conditions requises demeurent réunies, en application des articles 237-1 à 237-3 du règlement général, moyennant une indemnisation exclusivement en numéraire égale au prix d'offre de 110 € par action COMPAGNIE DU CAMBODGE non apportée à l'offre publique de retrait, nette de tout frais.

¹ Sur la base d'un capital composé de 60 708 890 actions représentant autant de droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa du I de l'article 223-11 du règlement général et au résultat des opérations préalables à l'ouverture de l'offre.

² En ce compris les actions détenues par Bolloré Participations SE, qui a indiqué son intention de participer à l'offre. Les 6 920 actions de la société détenues par Bolloré Participations SE à l'issue des opérations préalables font par conséquent partie des actions visées par l'offre.

³ Cf. notamment communiqué de la société Bolloré SE en date du 23 décembre 2024.

⁴ Société anonyme de droit néerlandais, dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Amsterdam sous le code ISIN NL0015000IY2.

Il est rappelé que :

- le cabinet Accuracy, représenté par M. Henri Philippe, a été désigné, le 12 septembre 2024, par le conseil de surveillance de la société COMPAGNIE DU CAMBODGE en qualité d'expert indépendant sur le fondement des dispositions de l'article 261-1 I, 1° et 4° et II du règlement général, pour se prononcer sur les conditions financières de l'offre publique alternative de retrait suivie d'un retrait obligatoire. En application de l'article 261-1-1 II du règlement général, l'Autorité des marchés financiers s'est opposée, le 18 octobre 2024, à la nomination du cabinet Accuracy mandaté dans le cadre de l'offre publique de retrait visant les titres de la société COMPAGNIE DU CAMBODGE (cf. D&I 224C2084 du 25 octobre 2024) ;
 - le cabinet BM&A, représenté par M. Pierre Béal, a été désigné, le 18 novembre 2024, par le conseil de surveillance de la société COMPAGNIE DU CAMBODGE (en application de l'article 261-1-1 I et III du règlement général, l'Autorité des marchés financiers ne s'est pas opposée à cette nomination) en qualité d'expert indépendant sur le fondement des dispositions de l'article 261-1 I, 1° et 4° et II du règlement général, pour se prononcer sur les conditions financières de l'offre publique alternative de retrait suivie d'un retrait obligatoire ;
 - à l'appui du projet d'offre, conformément aux articles 231-13, 231-16 et 231-26 du règlement général, le projet de note d'information de l'initiateur et le projet de note en réponse de la société COMPAGNIE DU CAMBODGE établis respectivement en application des articles 231-18 et 231-19 du règlement général ont été déposés et diffusés les 16 septembre et 11 octobre 2024 (cf. D&I 224C1626 du 16 septembre 2024 et D&I 224C1903 du 11 octobre 2024). A la suite du relèvement, par l'initiateur, des conditions financières de son offre visant les actions COMPAGNIE DU CAMBODGE, les versions modifiées des projets de note d'information et de note en réponse ont été déposées et diffusées les 14 et 17 janvier 2025 (cf. D&I 225C0118 du 14 janvier 2025 et D&I 225C0151 du 17 janvier 2025).
2. Pour examiner la conformité du projet d'offre, en application des articles 231-20 à 231-22 et 237-3 I, 2° du règlement général, l'Autorité des marchés financiers a pris connaissance :
- du projet de note d'information de l'initiateur, en ce compris les éléments d'appréciation des conditions financières de l'offre présentés par les établissements présentateurs ;
 - du projet de note en réponse de la société COMPAGNIE DU CAMBODGE, ce dernier comportant notamment (i) en application des dispositions de l'article 231-19, 3° du règlement général, le rapport de l'expert indépendant en date du 17 janvier 2025 complété d'un addendum en date du 24 février 2025, et (ii) en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général, l'avis motivé du conseil de surveillance de la société COMPAGNIE DU CAMBODGE en date du 17 janvier 2025 ;
 - des courriers d'actionnaires minoritaires de la société COMPAGNIE DU CAMBODGE qui reprochent notamment aux travaux de l'expert indépendant (i) d'avoir évalué l'ANR par action de Bolloré SE en se basant essentiellement sur le cours de bourse, sans réestimer la valeur des principaux éléments d'actifs détenus ou contrôlés par Bolloré SE ni le cas échéant tenir compte de l'autocontrôle indirect de Bolloré SE, dont la prise en compte aboutit à des calculs d'ANR par action de Bolloré supérieurs au cours de bourse, (ii) d'avoir appliqué aux éléments de valorisation de la société visée diverses décotes notamment liées à la fiscalité et à « l'éloignement » des actifs du groupe Bolloré de la société visée, (iii) d'avoir retenu, dans la méthode dite ANR 2, certaines hypothèses incohérentes, dont notamment l'application d'un taux d'actualisation « risqué » à une distribution de trésorerie sur une période pouvant aller jusqu'à 100 ans, cette dernière n'étant pas rémunérée pendant cette période, (iv) d'avoir sous-valorisé les actifs annexes (notamment immobiliers) via le recours à leurs valeurs comptables, (v) de ne pas avoir analysé les calculs d'évaluation réalisés par certains actionnaires minoritaires des titres visés, et (vi) de ne pas avoir pris en compte les perspectives de la société visée, via une possible simplification à venir du groupe Bolloré, dans les éléments de valorisation de la société visée ; et
 - des réponses de l'expert indépendant en date du 3 avril 2025 en réponse aux questions posées par l'Autorité.
3. En application de l'article 231-21 du règlement général, l'Autorité a procédé à l'examen du projet d'offre publique 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 de surveillance » (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 224C1626

du 16 septembre 2024, D&I 224C1903 du 11 octobre 2024, D&I 225C0118 du 14 janvier 2025 et D&I 225C0151 du 17 janvier 2025).

Dans ce contexte, l'Autorité a relevé que la société visée détient indirectement une quote-part de la valeur de Bolloré SE, dans le cadre d'un schéma « circulaire et complexe » de détention, comme l'indique le rapport de l'expert indépendant, faisant intervenir « 23 sociétés parties prenantes aux boucles d'autodétention et d'autocontrôle ».

L'expert indépendant relève à cet égard qu'il « *partag[e] également le constat des actionnaires minoritaires sur le fait qu'une simplification rapide de l'organigramme du Groupe aurait des impacts significatifs sur la valeur des actions de la Société* », en indiquant qu'« *à l'inverse, cette simplification entraînerait des coûts et des délais impossibles à chiffrer à ce jour, notamment si les boucles d'autocontrôle devaient être touchées* » et en relevant que « *le management nous a affirmé dans la lettre figurant en annexe 8.5 qu'aucune simplification notable des boucles d'autocontrôle n'était envisagée à ce jour.* » Dans la mesure où les intentions de l'initiateur portent uniquement sur la société visée (« *Il n'est pas envisagé dans les douze prochains mois de mettre en œuvre des opérations de simplification impliquant la Société, de procéder à une fusion entre une entité du groupe Bolloré et Compagnie du Cambodge, ni à d'éventuels transferts d'actifs de la Société. L'Initiateur envisage toutefois la possibilité, à l'issue de l'Offre, de modifier la forme sociale de la Société en société par actions simplifiée.* »), l'Autorité relève, en termes de contexte et d'information des actionnaires minoritaires sollicités dans le cadre de l'offre publique précitée, qu'il ne peut être exclu que des opérations de simplification concernant le groupe Bolloré aient, à court ou moyen terme, des « *impacts significatifs sur la valeur des actions de la Société.* »

Dans le cadre de leurs travaux d'évaluation, les banques présentatrices ont eu recours notamment à deux méthodologies de valorisation, s'agissant des participations de la société visée dans les holdings du groupe Bolloré qui détiennent toutes directement ou indirectement une participation ultime dans Compagnie de l'Odet ou dans Bolloré SE. Les établissements présentateurs considérant que les cours de bourse constituent des références pertinentes pour l'évaluation des ANR par action de Compagnie de l'Odet et de Bolloré SE, les participations détenues par les sociétés visées sont réputées pouvoir être évaluées, selon le rapport de l'expert indépendant, « *par transparence avec le cours de bourse* » de la Compagnie de l'Odet (« *ANR A* ») ou par transparence avec le cours de bourse de Bolloré SE (« *ANR B* »).

L'expert indépendant a eu recours à deux méthodologies d'évaluation :

- la première, reposant sur un modèle itératif de calcul des ANR et ANR par action de l'ensemble des entités du groupe en fonction de leurs pourcentages de détention réciproques, s'appuyant notamment sur l'ANR par action de Bolloré SE (« *ANR n°1* ») ; s'agissant de l'évaluation de l'ANR par action de Bolloré SE, l'expert retient comme hypothèses des niveaux compris entre une référence de cours de bourse à fin décembre 2024 (5,83 €) égale à celle retenue par les établissements présentateurs et le niveau précité majoré d'une prime de contrôle de 25% (soit 7,29 €). L'expert indépendant précise que « *l'ANR [B] développé par les Banques peut donc se comparer à [son] ANR n°1* » ;
- la seconde, reposant sur un « *un modèle de distribution à tours de l'ANR, basé sur celui conçu par le management pour estimer la fiscalité applicable aux dividendes versés aux sociétés composant les boucles d'autodétention* » (« *ANR n°2* »). Cette méthode permet de calculer le cumul des flux qui reviendraient aux actionnaires de chacune des entités en cas de distributions successives (« *tours* » successifs), des « *ANR propres* » de l'ensemble des entités de la galaxie Bolloré (« *ANR propre* » : trésorerie, actifs financiers, dont titres de participations (hors titres Groupe), réputés réévalués à leur juste valeur, moins les passifs), et ce jusqu'à ce que l'intégralité des ANR propres des entités aient été distribués aux actionnaires minoritaires de l'ensemble des entités (au terme d'un nombre élevé d'années, en raison de la complexité de l'organigramme), et en particulier aux actionnaires minoritaires de la société. Dans la mise en œuvre de ce modèle, l'expert retient des hypothèses structurantes relatives notamment à des retraitements de l'ANR propre de Bolloré SE, à la fiscalisation des dividendes et à l'actualisation des flux de dividendes.

Dans la mise en œuvre de leurs méthodes d'évaluation, les banques présentatrices appliquent plusieurs décotes, à savoir une « *décote d'illiquidité* » de 8,1% appliquée aux titres de sociétés non cotées du Groupe Bolloré détenus par la société et une « *décote de holding* » (de 0% à 30%) appliquée à l'ANR et donc à l'ANR par action de la société.

L'expert indépendant applique quant à lui une minoration au titre de la fiscalité (appelée « *impact fiscalité* ») aux méthodes ANR n°1 et ANR n°2, et plusieurs « *décotes* » spécifiques à la méthode ANR n°2, à savoir un « *effet d'éloignement* » (actualisation des flux de dividendes réputés perçus au terme des distributions successives), la déduction de « *frais de holding capitalisés* » de 1 271 m€ et la « *prise en compte d'un horizon de liquidation de 12 mois* » de 833 m€ (censée refléter un effet actualisation et un aléa sur le produit à recevoir dans le cadre de la réalisation d'actifs essentiellement financiers d'un montant de 11 888 m€ dans un délai de 12 mois).

4. Dans ce contexte, l'Autorité a relevé les éléments suivants :

S'agissant de « *l'impact fiscalité* » du rapport de l'expert indépendant :

- l'expert indépendant indique dans son rapport soustraire de l'évaluation de l'actif net réévalué par action de la société un « *impact fiscalité* » de 10,4% (tableau page 33 du rapport de l'expert indépendant), appliqué à l'identique tant aux calculs d'ANR par action issus de la méthode ANR n° 1 qu'aux calculs d'ANR par action issus de la méthode ANR n° 2. Cet « *impact fiscalité* » est présenté comme basé sur un modèle « *conçu par le management pour estimer la fiscalité applicable aux dividendes versés aux sociétés composant les boucles d'autodétention* » et dont « *la comparaison des flux de dividendes accumulés avec et sans frottements fiscaux permet d'estimer le taux d'impôt sur les sociétés total assumé par les sociétés composant les boucles* » via la méthode de l'ANR n°2. S'agissant de la méthode de l'ANR n°2, l'expert indépendant prend en considération la « *matrice de taux d'imposition des dividendes perçus par chacune des 23 sociétés considérées selon son statut fiscal (société française ou étrangère, application du régime mère fille, au sein d'un groupe d'intégration fiscale ou non, ...)* » et précise que « *le taux d'imposition sur les remontées de dividendes est très faible si le régime mère fille peut s'appliquer, et d'autant plus si la société fait partie d'un groupe d'intégration fiscale. A l'inverse, toutes les sociétés composant la « galaxie » Bolloré ne sont pas dans ce cas de figure, certaines étant basées à l'étranger, d'autres ne pouvant pas bénéficier du régime mère fille. Cette problématique a été prise en compte dans le modèle à « tours » que nous avons mis en œuvre et qui permet d'appliquer les taux d'imposition adéquats aux dividendes perçus à tous les niveaux du système de boucles d'autodétention. Dans ce contexte, les taux globaux que nous appliquons reflètent l'effet cumulé de faibles taux d'impôt sur les sociétés acquittés à chaque « tour » de distribution. La remise en cause de cette approche impliquerait la remise en cause du fonctionnement des boucles d'autodétention et donc le principe même qui fonde l'essentiel de la valeur de la société évaluée.* »
- Ainsi, le quantum de l'« *impact fiscalité* » a été estimé sur la base de la méthode de l'ANR n°2 visant à « *diffuser la valeur de Bolloré SE au sein du système de boucles d'autodétention* », de façon simulée, et selon un modèle propre à l'initiateur. L'application d'un tel « *impact fiscalité* » dans le cadre la méthode de l'ANR n°1, alors que cette méthode, d'une part, n'intègre aucune distribution de dividende, d'autre part, repose sur la prise en compte des cours de bourse, lesquels sont déjà susceptibles d'intégrer l'impact fiscal que subit la société visée, ne fait l'objet d'aucune justification de nature à permettre aux actionnaires de s'assurer du fondement de cet impact négatif et d'apprécier sa pertinence et son bien-fondé, étant précisé qu'aucune information n'est fournie permettant de justifier ou d'exclure la possible redondance d'un même « *impact fiscalité* » qui serait appliqué plusieurs fois au détriment des actionnaires minoritaires de la société visée. Il est relevé, au surplus, que l'application d'un « *impact fiscalité* » n'a pas été retenue par les banques présentatrices dans les 2 méthodes d'estimation de l'ANR de la société visée mises en œuvre, alors que l'expert indépendant admet lui-même que la méthode de l'ANR B des banques présentatrices peut se « *comparer* » à la méthode de l'ANR n°1 qu'il met en œuvre. Or, la prise en compte de l'« *impact fiscalité* » dans les calculs d'ANR et d'ANR par action a un effet significatif défavorable sur l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre publique alternative de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

S'agissant de l'application, par l'expert indépendant, d'une prime de contrôle de 25% au cours de bourse de Bolloré SE dans le cadre de la méthode de l'ANR n°1 :

- l'expert indépendant indique dans son rapport que « *les Sociétés du Groupe cotées, comme Compagnie de l'Odet, ont été évaluées par transparence avec le cours de bourse de Bolloré SE* ». S'agissant de la relation entre la capitalisation boursière de Bolloré SE et la valeur de l'actif net réévalué de celle-ci, l'expert indépendant relève dans son rapport que « *cette situation peut toutefois également s'interpréter comme l'application par le marché d'une décote de holding au titre Bolloré SE qui serait égale à la « valeur » des boucles d'autodétention à ce niveau de l'organigramme, étant toutefois rappelé que pour le Groupe Bolloré pris dans sa globalité, celles-ci ne peuvent pas créer de valeur* » et conclut dans son rapport que « *nul ne peut affirmer connaître la manière dont le marché interprète la valeur boursière de Bolloré SE : La valeur des actifs sous-jacents seule ? La valeur des actifs inférieurs plus la valeur des boucles minorée d'une décote ? Décote de holding ? Décote de conglomérat ? Toutefois, Compagnie du Cambodge se situant dans la chaîne de contrôle de Bolloré SE, il n'est pas inconcevable de penser que, en cas de cession de Bolloré SE par les sociétés qui le contrôlent, le prix de vente pourrait intégrer une prime de contrôle. Compte tenu du contexte de l'Offre, i.e. une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, nous avons calculé la valeur de la Société en intégrant une prime de contrôle de 25 %, portant la valeur de Bolloré SE, sur la base d'un cours moyen pondéré par les volumes 20 jours au 23 décembre 2024, à 7,29 € par action.* »

- En l'état de ces énonciations et constatations, notamment sur le cours de bourse de Bolloré SE, l'Autorité observe que le calcul et l'application d'une telle prime de contrôle, chiffrée à 25%, par référence au cours de bourse de l'action Bolloré SE, ne repose pas sur un fondement tangible permettant de justifier la valorisation proposée et d'apporter aux actionnaires l'information nécessaire pour apprécier le niveau et la pertinence de ladite prime, compte tenu notamment de l'incertitude exprimée par l'expert indépendant sur la valeur boursière de Bolloré SE et sur le niveau des différentes décotes qu'il constate dans le cadre de ses travaux et sur lequel il se fonde pourtant pour estimer l'ANR et l'ANR par action de la société visée. A titre surabondant, il est relevé qu'en l'état de la documentation d'offre, l'information fournie ne permet pas aux actionnaires d'apprécier si une telle prime est de nature à « compenser » une décote de holding. Ainsi, en l'état de la documentation, l'information fournie sur le niveau de la prime de contrôle ne permet pas de justifier que les actifs aient été évalués à leur pleine valeur et d'apporter aux actionnaires, sollicités dans le cadre de l'offre publique précitée, l'information nécessaire pour apprécier le montant et la pertinence de ladite prime.

S'agissant de la décote dite « effet d'éloignement » du rapport de l'expert indépendant :

- l'expert indépendant soustrait de la valeur d'ANR calculée par la méthode de l'ANR n°2 un « effet d'éloignement » tenant « compte du coût d'opportunité d'un investissement de risque équivalent en appliquant un taux d'actualisation au montant perçu par les actionnaires de la Société, à chaque tour de distribution », étant précisé que « la valeur des titres détenus dans les sociétés du Groupe parties prenantes aux boucles d'autodétention est ensuite estimée comme la somme des dividendes par actions nets de la fiscalité applicable perçus sur 100 tours », chaque tour correspondant à une année (« les résultats auxquels nous aboutissons retiennent un horizon d'un an pour chaque « tour », soit le délai minimum envisageable compte tenu des obligations entourant le versement de dividende »).
- L'Autorité a relevé que :
 - o s'agissant des hypothèses retenues par l'expert indépendant dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode ANR n°2, la durée de distribution (par distributions successives) du dividende égal à la valeur du groupe Bolloré sur une durée de 100 ans n'apparaît pas cohérente avec les hypothèses retenues pour la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de dividendes où aucune durée similaire n'a été prise en compte ni par l'expert ni par les banques présentatrices. Dès lors, la prise en compte de cette durée de distribution ne fait pas l'objet d'une justification et d'une information suffisantes permettant aux actionnaires d'apprécier sa pertinence et son bien-fondé.
 - o En outre, l'absence de toute rémunération de cette trésorerie pendant cette période, qui n'apparaît pas cohérente avec la pratique observée du groupe Bolloré vis-à-vis de sa propre trésorerie, ne fait pas non plus l'objet d'une justification et d'une information suffisantes permettant aux actionnaires d'apprécier sa pertinence et son bien-fondé.
 - o Par ailleurs, l'application d'un taux d'actualisation de 7,5 %, prenant en compte un risque, appliqué à une trésorerie théoriquement détenue dans les comptes des sociétés concernées pendant cette période, donc avec un niveau de risque résiduel négligeable, ne fait pas non plus l'objet d'une justification et d'une information suffisantes permettant aux actionnaires d'apprécier sa pertinence et son bien-fondé.

En l'état, la décote relative à l'« effet d'éloignement », dont il est relevé qu'elle s'ajoute aux décotes relatives aux frais de holding capitalisés et de prise en compte d'un horizon de liquidation de 12 mois, ne repose pas sur une justification et des hypothèses étayées permettant d'apporter aux actionnaires l'information nécessaire sur leur pertinence, leur justification et leur bien-fondé.

Dans ce contexte et sur la base de ces constats, il n'est pas possible de considérer que l'information destinée aux actionnaires, notamment sur la justification des conditions financières de l'offre envisagée, est complète, compréhensible et cohérente au sens des dispositions de l'article L. 621-8-1 du code monétaire et financier et que l'évaluation des actions de la société visée intègre pleinement la valeur de ses actifs, telle que mentionnée à l'article L.433-4, II, 2 du code monétaire et financier. En conséquence, 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 alternative de retrait visant les actions de la société COMPAGNIE DU CAMBODGE.