

# LA LETTRE DE XAVIER PAPER

## WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 52

Octobre 2012

### **EVALUATION ET REMUNERATION DES APPORTS : L'AMF COMBLE LE VIDE DE LA LOI**

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a publié le 21 juillet 2011 une position-recommandation relative aux opérations d'apports ou de fusion. Cette position s'inscrit dans la continuité, d'une part d'une précédente recommandation de la Commission des opérations de bourse (COB), datant 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, d'autre part de la doctrine de l'AMF dans le cadre des opérations d'apports en nature ou d'apports partiels d'actifs.

### **L'EXTENSION DE LA MISSION DU COMMISSAIRE AUX APPORTS**

En présence d'opérations d'apports en nature ou d'apports partiels d'actifs, non placées sous le régime juridique des scissions, les dispositions législatives et réglementaires en vigueur en France n'exigent du commissaire aux apports qu'un rapport sur la valeur des apports dans lequel il doit vérifier que les apports ne sont pas surévalués ; les diligences du commissaires aux apports ont notamment pour objet d'éviter les opérations conduisant à la création de capitaux propres (capital et primes d'apports) fictifs, cette situation étant interdite et pénalement réprimée.

En revanche, aussi curieux que cela puisse paraître, les dispositions législatives et réglementaires en vigueur en France à ce jour n'exigent pas du commissaire aux apports qu'il établisse un rapport sur la rémunération des apports ; cette situation est susceptible d'être préjudiciable à l'une des différentes parties prenantes, les apporteurs ou les actionnaires de la société bénéficiaire des apports, dès lors que le commissaire aux apports n'est pas appelé à apprécier le caractère équitable du rapport d'échange. En l'absence de telles diligences du commissaire aux apports, rien ne garantit que les apporteurs ne sont pas favorisés au détriment des actionnaires de la société bénéficiaires des apports et vice versa.

Dans sa position-recommandation du 21 juillet 2011, l'AMF demande une extension systématique de la mission du commissaire aux apports à l'appréciation du rapport d'échange proposé. L'AMF, qui vient ainsi combler un vide manifeste de la loi, indique que cette extension doit pouvoir être établie au travers de l'ordonnance du Tribunal de Commerce nommant le commissaire aux apports. Une telle extension a pour objet de garantir une bonne information des actionnaires de la société bénéficiaire des apports, appelés à accepter une dilution par leur vote lors de l'approbation de l'opération d'apport. En pratique, l'AMF exige donc, s'agissant du périmètre des sociétés relevant de sa compétence, que le commissaire aux apports établisse un second rapport relatif à la rémunération des apports, étant précisé que ce dernier ainsi que celui relatif à l'évaluation des apports doivent être établis en conformité avec les avis techniques de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) relatifs au commissariat aux apports, pour l'évaluation des apports, et au commissariat à la fusion, pour la rémunération des apports.

### **EVALUATION DES APPORTS : LA NECESSITE D'UNE APPROCHE MULTICRITERES**

Dès 1977, la COB a posé le principe d'une approche multicritères sous-tendant l'évaluation des apports. A ce titre, les émetteurs sont tenus d'approcher la valeur réelle des apports par référence à différents critères et différentes méthodes, tels que :

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

Sur ces bases, le commissaire aux apports décrit dans son rapport l'analyse multicritères ainsi que la démarche qui l'a conduit à privilégier ou à exclure telle ou telle méthode ; cela lui permet de conclure sur la valeur des apports par rapport à la valeur réelle des apports pris dans leur ensemble résultant de son approche.

## **APPRECIATION DU RAPPORT D'ÉCHANGE : LA NECESSITE D'UNE APPROCHE MULTICRITERES**

L'AMF rappelle que le rapport d'échange est le résultat de négociations entre les apporteurs et la société bénéficiaire des apports et qu'il doit aboutir à un traitement équilibré des intérêts en présence. En pratique, les émetteurs doivent 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.

Lorsque des méthodes d'évaluation sont écartées, il convient d'en préciser le motif.

Dans ce cadre, le commissaire aux apports vérifie que seules les méthodes pertinentes sont retenues et que seules les méthodes non pertinentes sont écartées ; à l'issue de ces analyses, il conclut sur le caractère équitable du rapport d'échange.

---

### **PAPER AUDIT & CONSEIL**

222, boulevard Pereire  
75017 Paris, France  
+33 1 40 68 77 41  
[www.xavierpaper.com](http://www.xavierpaper.com)

**Xavier Paper**  
+33 6 80 45 69 36  
[xpaper@xavierpaper.com](mailto:xpaper@xavierpaper.com)

**Patrick Grinspan**  
+33 6 85 91 36 23  
[pgrinspan@xavierpaper.com](mailto:pgrinspan@xavierpaper.com)