

Monsieur Benoît de Juvigny  
Secrétaire Général  
Autorité des Marchés Financiers  
17, place de la Bourse  
75082 PARIS CEDEX 02

Chartres, le 6 octobre 2019

[b.dejuvigny@amf-france.org](mailto:b.dejuvigny@amf-france.org)

[b.durupt@amf-france.org](mailto:b.durupt@amf-france.org)

Monsieur le Secrétaire Général,

En complément à mes courriers du 13 août, du 26 août et du 3 septembre 2019, et après avoir pris connaissance des projets de note d'information et de note en réponse publiés le 23 septembre, je tiens à attirer votre attention sur les points qui demeurent contestables ou à compléter. Certains de ces points ont déjà été abordés dans mes précédents courriers, mais les notes d'information qui viennent d'être publiés n'ont pas apporté de réponse ou de solution aux problèmes que j'avais soulevés et qui, considérés dans leur ensemble et dans leurs conséquences doivent être pris en compte pour apprécier la conformité de l'Offre, à savoir :

- La séquence des événements, outre qu'elle n'est pas conforme à la réglementation, a eu pour effet, sinon pour objet, de priver à la fois le conseil et l'expert indépendant de la liberté nécessaire pour apprécier, pour le premier, l'intérêt de l'Offre et pour le second l'équité du prix (I) ;
- Ces restrictions à la liberté du conseil et de l'expert ont été aggravées par l'absence de transparence sur le processus de décision du conseil d'administration d'Altran, notamment quant à l'existence et au traitement des conflits d'intérêts (II)
- La conformité de l'Offre est contestable par ailleurs dans la mesure où, en l'état, les informations disponibles sont insuffisantes sur un certain nombre de points importants (III)
- La validation par l'expert indépendant d'un prix d'offre à 14 € est critiquable à maints égards (IV).

Sur les trois premiers points, le projet d'offre paraît contrevenir aux principes généraux des offres publiques édictés à l'article 231-3 du règlement général de l'AMF qui prévoit : « *En vue d'un déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par l'offre, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition.* »

**I - La séquence des évènements, outre qu'elle n'est pas conforme à la réglementation, a eu pour effet, sinon pour objet, de priver à la fois le conseil et l'expert indépendant de la liberté nécessaire pour apprécier, pour le premier, l'intérêt de l'Offre et pour le second l'équité du prix (I) ;**

**I-1 S'agissant des communiqués de la société sur le projet d'Offre et l'intérêt de l'Offre.**

L'article 231-17 du RGAMF prévoit que « *La société visée peut, dès la publication du communiqué mentionné au III de l'article 231-16, publier un communiqué, selon les modalités fixées à l'article 221-3, aux fins de faire connaître l'avis de son conseil d'administration ou de son conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent, sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés.* »

Par ailleurs, l'article 231-16 III du RGAMF précise que : « *Le projet d'offre fait l'objet, au plus tard lors de son dépôt à l'AMF, d'un communiqué dont l'initiateur s'assure de la diffusion selon les modalités fixées à l'article 221-3. Ce communiqué donne les principaux éléments du projet de note d'information et précise les modalités de mise à disposition du projet de note d'information.* »

Or, on doit remarquer :

- (i) Que le communiqué sur le projet d'offre prévu à l'article 231-16 du Règlement général n'a été publié que le 23 septembre, en même temps que le dépôt de l'Offre, c'est-à-dire à la limite du délai prévu pour le faire, **laissant le marché dans l'ignorance des caractéristiques de l'Offre pendant près de 3 mois**. La question se pose de savoir si le conseil a disposé de ces informations avant de se prononcer sur l'intérêt de l'Offre, le 24 juin d'abord, le 9 août ensuite et dans l'affirmative, pourquoi il ne les a pas communiquées au marché.
- (ii) Qu'à l'inverse, et contrairement aux prescriptions de l'article 231-17 du même règlement, Altran a fait connaître l'avis qualifié dans la note en réponse de préliminaire de son conseil d'administration dès le communiqué du 24 juin, donc bien avant le communiqué prévu à l'article 231-16, censé le précéder. Cet avis a été réitéré le 12 août 2019, en même temps que la nomination de l'expert indépendant chargé justement d'éclairer le conseil d'administration avant sa prise de décision.

**Cette annonce prématurée – publiée dans un communiqué commun de l'initiateur et de la cible - outre qu'elle n'est pas conforme à la réglementation, a eu pour effet, sinon pour objet, d'ôter toute liberté aussi bien à l'expert indépendant qu'au conseil lui-même d'exprimer une opinion différente, ou tout au moins plus nuancée à l'issue des travaux d'expertise : s'agissant de l'expert parce que son mandat (le conseil) avait déjà pris sa décision et l'avait annoncée au marché avant même qu'il ne commence ses travaux. S'agissant du conseil, parce qu'il ne pouvait, sous peine d'engager sa responsabilité, que répéter dans son avis motivé à venir l'opinion favorable exprimée par deux fois précédemment.**

Au-delà de ce constat, le séquençage bien pensé par le RGAMF a pour but d'éviter tout abus de marché ou manipulation du marché en empêchant justement un conseil de se prononcer publiquement sur une offre alors que les termes de cette offre ne sont connus que de lui et de

l'initiateur. Le non-respect de la règle, tant par l'initiateur que par la société visée qui ont réalisé des communiqués communs, est donc particulièrement critiquable.

## I-2 S'agissant des clauses des différents accords.

**Un engagement d'exclusivité** a été convenu dans le cadre de l'accord de négociations exclusives signé dès le 24 juin. Il convient que les clauses de cet engagement et de cet accord soient détaillées dans les documents d'Offre de manière à savoir à quel point la Société a été engagée et si ces engagements ne faisaient pas obstacle, dès l'annonce du projet d'offre, au libre jeu des enchères.

**D'autre part, un Accord de rapprochement a été autorisé par le conseil du 9 août.**

Une première question se pose à propos de cet accord : **le conseil d'Altran a-t-il respecté la procédure des conventions réglementées** dont il relève puisqu'il a été conclu entre la Société et un actionnaire, Capgemini, qui détient une participation supérieure à 10% depuis le 2 juillet 2019 ? Les notes d'information sont muettes sur le sujet. **Faute d'éclaircissements sur ce point, l'accord de rapprochement, et par suite la conformité du projet d'offre publique sont contestables** car s'il est avéré que des personnes intéressées ont participé à ce vote malgré l'interdiction légale de le faire (article L225-40 du code de commerce), l'accord est susceptible de nullité : le non-respect de l'exigence de non-participation au vote des intéressés entraîne la nullité de l'autorisation<sup>1</sup> et le défaut ou la nullité de l'autorisation préalable entraîne l'annulation possible de la convention (art L225-42 alinéa 1).

**Un second point concerne la publication des stipulations de cet accord** : elles auraient dû être publiées dès la conclusion de ce dernier de même que les clauses de l'accord de négociations exclusives en date du 24 juin. D'autant que leur violation entraîne le paiement d'une indemnité de rupture<sup>2</sup>, sans que l'on connaisse donc les conditions exactes de son application. **A tout le moins l'indemnité de rupture (break-up fee)<sup>3</sup> aurait dû être rendue publique dès qu'elle a été consentie.** Or, c'est seulement le 23 septembre dernier que le marché a appris, à l'occasion de la publication des projets de note, que la société Altran avait consenti au profit de l'initiateur, le 12 août 2019, une indemnité d'un montant significatif de 75 millions d'euros. On ignore si des stipulations identiques se trouvaient déjà dans l'accord de négociations exclusives signé dès le 24 juin 2019, auquel cas la période de manquement à la réglementation serait encore plus longue.

L'existence de cette indemnité constituait en effet à partir du 12 août 2019 et peut être même depuis le 24 juin, une information privilégiée qui n'a pas été immédiatement donnée au marché comme l'exige la réglementation : *« Tout émetteur rend publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement ledit émetteur. »*<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Cette nullité est encourue même si les administrateurs concernés étaient minoritaires au sein du conseil (arrêt du 15 mai 1990 de la cour d'appel d'Aix-en-Provence)

<sup>2</sup> *« si la Société viole de manière significative les stipulations de l'Accord de Rapprochement, auquel cas la Société devra payer une indemnité de 75.000€ à Capgemini (sans préjudice de toute autre indemnité supplémentaire que pourrait invoquer Capgemini) »*

<sup>3</sup> L'étendue des engagements pouvant donner lieu à cette indemnité apparaît incertaine et non mentionnée clairement *« la société viole de manière significative les stipulations de l'Accord de Rapprochement »*.

<sup>4</sup> Article 17.1 du règlement (UE) n° 596/2014 sur les abus de marché.

La seule exception à ce principe indispensable au bon fonctionnement des marchés est très encadrée : « *Tout émetteur ou participant au marché des quotas d'émission peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée à condition que toutes les conditions suivantes soient réunies* »<sup>5</sup>.

Or, il est patent que la publication immédiate de cette information n'aurait pas porté atteinte aux intérêts légitimes de la Société alors que le retard de publication a privé le marché d'une information importante : le fait qu'une indemnité représentant environ 2% de la valorisation totale de la société Altran retenue par l'initiateur soit due si la société accepte une offre supérieure modifie la vision des investisseurs quant aux possibilités d'une offre concurrente, possibilités qui participent largement à la formation du cours de la société visée par une offre publique. Au regard du libre jeu des offres, il doit être précisé que c'est indirectement un rehaussement du seuil de surenchère à 4% (2% légal et 2% de perte). D'autre part, l'existence de cette pénalité faisait obstacle à ce que le conseil d'administration puisse rendre un avis motivé différent des avis favorables qu'il avait exprimés à l'issue des conseils du 24 juin et du 9 août 2019.

Le montant de 13 millions d'euros brut susceptible d'être versé aux salariés est une information importante qui n'a, elle aussi, été révélée que le 23 septembre.

**Au-delà des manquements à la réglementation et de manière plus large au principe de transparence (article 231-3 du RGAMF), c'est la séquence des événements qui est importante :** dans la mesure où l'indemnité de rupture a été consentie concomitamment au second avis du conseil sur l'Offre, voire à compter du premier dans le cadre de l'accord de négociations exclusives, le conseil n'avait d'autre choix, quand il a rendu son avis motivé, que de justifier coûte que coûte le prix de l'offre afin de ne pas voir sa responsabilité engagée au regard (i) de l'information du marché et (ii) de l'indemnité consentie.

**II - Ces restrictions à la liberté du conseil et de l'expert ont été aggravées par l'absence de transparence sur le processus de décision du conseil d'administration d'Altran, notamment quant à l'existence et au traitement des conflits d'intérêts, en violation du principe de transparence qui régit les offres publiques (article 231-3 du RGAMF).**

La bonne information du marché exige que les documents d'Offre et l'avis motivé du conseil d'administration mentionnent l'existence des conflits d'intérêt qui ont conduit 4 administrateurs, dont le Président, à ne pas participer aux délibérations non plus qu'au vote.

## II- 1

<sup>5</sup> « a) la publication immédiate est susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission ;  
 b) le retard de publication n'est pas susceptible d'induire le public en erreur ;  
 c) l'émetteur ou le participant au marché des quotas d'émission est en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information. »

Rien n'est moins clair que l'attitude du conseil d'Altran face à l'existence de conflits d'intérêts en son sein.

Si l'on s'en tient aux faits on constate :

- (i) que selon les recommandations du code Afep-Medef auxquelles Altran déclare se conformer « *l'administrateur a l'obligation de faire part au conseil de toute situation de conflit d'intérêts même potentiel et s'abstient d'assister au débat et de participer au vote de la délibération correspondante* »<sup>6</sup>.
- (ii) que, selon le communiqué du 24 juin 2019, l'accord de négociations exclusives a été voté à l'unanimité des membres du conseil ainsi que l'avis préliminaire sur l'intérêt de l'Offre. On en déduit qu'aucun administrateur n'a considéré qu'il se trouvait en situation de conflit d'intérêts, même potentielle. Idem s'agissant du conseil du 9 août qui s'est prononcé à l'unanimité des présents et représentés<sup>7</sup> (de manière prématurée comme on l'a vu) sur l'accord de rapprochement ainsi que sur l'intérêt de l'Offre pour la société, ses actionnaires, ses salariés et l'ensemble des parties prenantes.
- (iii) que l'expert indépendant a été désigné ce même jour sans indication du texte en application duquel il a été nommé. Ce n'est que dans la note en réponse, donc le 23 septembre que l'on apprend qu'il a été désigné par application de l'article 261-1 du RGAMF. Or, cet article est applicable lorsque « *la société visée par une offre publique d'acquisition est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé ...* ».
- (iv) **qu'il y a donc bien conflit d'intérêts au sein du conseil d'Altran.** Ceci est confirmé par le fait que, selon la note en réponse, lors du conseil du 22 septembre qui a émis l'avis motivé du conseil requis par la réglementation, quatre administrateurs (dont le PDG) ont décidé de ne participer ni aux délibérations ni au vote qui ont suivi la réunion avec l'expert indépendant par un motif paraphrasant une situation de conflit d'intérêts : « *Après avoir entendu les conclusions de l'Expert indépendant et considérant que leur avis positif sur le projet d'Offre de Capgemini ressort notamment du fait qu'ils ont chacun concouru en leurs différentes qualités à sa formation, Dominique Cerutti, Maurice Tchenio et Gilles Rigal décident de ne pas participer à la suite de la réunion, aux délibérations du Conseil d'administration et au vote qui s'en suit sur l'avis motivé que le Conseil est invité à émettre. Christian Bret fait de même.* » **Ce faisant, ces quatre administrateurs ont implicitement reconnu qu'ils étaient en situation de conflit d'intérêts. Mais alors, pourquoi ont-ils participé aux conseils du 24 juin et du 9 août sinon pour influencer les autres ?** Ce point pourrait apparaître comme de pure forme alors qu'il a pourtant joué un rôle essentiel dans le processus de décision du conseil. En effet, si le code Afep-Medef impose à un administrateur en situation de conflits d'intérêts non seulement de ne pas voter, mais aussi de quitter la réunion et de ne pas participer aux délibérations, c'est pour limiter son influence sur les décisions prises au sein du conseil. Or, les quatre administrateurs en situation de conflit

---

<sup>6</sup> Article 19 du code Afep-Medef.

<sup>7</sup> Seul l'administrateur représentant des salariés était absent (en congé à l'époque selon un salarié consulté à ce sujet).

d'intérêts, qui ont participé aux conseils du 24 juin et du 9 août sont ceux qui ont une influence déterminante sur le conseil, à savoir le PDG lui-même et les administrateurs issus d'APAX, actionnaire de référence depuis de longues années<sup>8</sup>.

L'examen des faits démontre ainsi une grande ambiguïté et une grande opacité dans le comportement du conseil d'administration d'Altran qui, in fine, lors du conseil du 22 septembre, a rendu son avis motivé hors la présence de quatre administrateurs sans pour autant reconnaître qu'ils se trouvent en situation de conflits d'intérêts.

## II-2

**Il importe pour la bonne information et pour le bon fonctionnement du marché que le conseil lève cette opacité en faisant état de la situation de conflits d'intérêts qui a conduit 4 administrateurs, dont le Président, à ne pas participer au vote de l'avis motivé.**

Pour pouvoir choisir d'apporter ou non leurs titres à l'Offre, les actionnaires doivent savoir si certains administrateurs, et non les moins influents, avaient un intérêt personnel à voter en faveur de l'offre de Capgemini et à accélérer son processus de réalisation sans chercher à obtenir un meilleur prix. C'est pourquoi il convient que des informations précises soient données sur les points suivants :

- **Le premier concerne les engagements du fonds Apax vis-à-vis de ses investisseurs quant au délai de restitution de leurs fonds** : j'ai soulevé ce point dans ma lettre du 13 août et aucune réponse satisfaisante n'a été apportée dans la note en réponse. Par presse interposée, le fonds Apax a dénié agir sous la contrainte d'une quelconque obligation de restituer les fonds dans un délai rapide, arguant de sa participation à l'augmentation de capital comme preuve de sa volonté d'accompagner la société dans la durée. Cet argument ne tient pas si l'on prend en compte (i) le fait qu'il n'avait pas le choix : faute de suivre l'augmentation de capital, son bloc aurait été considérablement dilué et aurait perdu tout intérêt pour un acheteur comme Capgemini dont l'objectif est la prise de contrôle et (ii) le fait qu'il avait donné un mandat de vente à Dominique Cerutti et donc qu'il était vendeur. En tout état de cause seule la production de documents (notamment le règlement du fonds et/ou les conventions conclues avec les investisseurs) permettra de s'assurer que le fonds Apax n'était pas sous contrainte de délai pour vendre sa participation dans Altran et disposait de tout le temps nécessaire pour la négocier au meilleur prix.
- **Le second concerne les clauses du contrat de prestations de services conclu dès 2015 entre M. Dominique Cerutti et le fonds Apax**, contrat qui prévoyait le versement d'une rémunération pour M.Cerutti, dont « *le montant est déterminé par paliers en fonction de la valorisation de l'investissement d'Apax au moment de sa sortie du capital de la société, quel que soit le mode de cession ou l'horizon de sortie* ». L'expert indépendant qui dit avoir examiné cette convention conclut (i) qu'il ne s'agit pas d'une convention connexe puisqu'elle n'a pas été conclue avec l'initiateur et (ii) qu'il n'y a pas conflit d'intérêts mais alignement d'intérêts puisque « *les intérêts de M.Cerutti apparaissent alignés avec ceux des actionnaires auxquels s'adresse cette Offre dans la mesure où ledit mécanisme de rémunération conduit M.Cerutti à rechercher le meilleur prix de cession pour les actions de la société Altamir.* » En réalité, **l'alignement d'intérêts n'existe que pour les actionnaires qui recherchent une liquidité immédiate et pas pour ceux qui entendent rester actionnaires**, car ce contrat intéressait le

<sup>8</sup> Avec les actionnaires avec qui ce fonds agit de concert

dirigeant à court terme sur le seul cours de bourse et non sur la valorisation de la société à plus long terme comme le font les actions de performance. En tout état de cause, il n'est pas possible de se prononcer sur la nature et l'étendue des conflits d'intérêts que peut comporter ce contrat - au demeurant caché aux actionnaires jusqu'au 23 septembre - sans avoir de plus amples informations sur sa durée, son objet, les services prévus et sur les rémunérations dont les montants n'ont pas été révélés. Par ailleurs, **cet accord tend à démontrer qu'il existe entre ses signataires un concert** dont l'objet est de céder les blocs d'Apax et de ses alliés, quel que soit le mode de cession, y compris donc la prise de contrôle par une autre société.

- **Le troisième concerne l'indemnité de rupture mentionnée ci-avant** : elle aussi doit clairement être appréciée au regard de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF qui mentionne le cas où les dirigeants de la société visée ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance : toutes les sources de conflits doivent être prises en compte et exposées au marché.

**III - La conformité de l'Offre est contestable par ailleurs dans la mesure où, en l'état, l'insuffisance d'informations sur un certain nombre de points importants ne satisfait pas au principe de transparence.**

#### **III-1 Sur la composition des organes sociaux.**

Les intentions de l'initiateur relatives à la composition des organes sociaux et à l'emploi ne sont pas suffisamment précises. Il importe qu'elles soient complétées car elles sont de nature à jouer un rôle important dans la décision des actionnaires de sortir de la société en apportant leurs titres à l'Offre, ou, au contraire, de rester actionnaire. La Note en réponse se borne à dire :

- au point 1.3.3 que « *L'Initiateur entend également continuer à s'appuyer sur les compétences des équipes dirigeantes de la Société suivant des modalités qui n'ont pas encore été arrêtées à ce jour.* » Mais les dirigeants n'ont pas fait savoir s'ils souhaitent poursuivre leur mission après une éventuelle prise de contrôle de la Société. Et l'initiateur ne précise pas ses intentions à défaut d'accord avec les actuels dirigeants sur les termes de la poursuite de leur mission. Ceci est très surprenant, d'autant plus qu'un mécanisme de rétention d'un montant pouvant aller jusqu'à 13 millions d'euros brut a d'ores et déjà été arrêté au profit des salariés<sup>9</sup>.
- au point 1.3.3 que l'Offre « *ne devrait pas avoir d'impact significatif sur les principes actuels de gestion des effectifs et des ressources humaines de la Société, à l'exception de ceux résultant du processus d'intégration qui débutera à compter de la réalisation définitive de l'opération. A ce jour, aucune décision n'a été prise et aucune étude de faisabilité n'a été engagée.* » L'initiateur ayant insisté dans la presse sur le fait que son « *approche est (...) aux antipodes d'une recherche de synergies de coût que poussent des acteurs (...) ce qui se traduirait par des licenciements* », il doit préciser exactement ce qu'il entend par « *à l'exception de ceux résultant du processus d'intégration* ». Ces intentions en la matière doivent

<sup>9</sup> Point 1.1.1 du projet de note d'information.

également être précisées et complétées, et ce rapidement puisque l'on apprend au point 7.5 du projet de note en réponse que le FCPE Altran Actionnariat « *doit se réunir prochainement pour se prononcer sur un apport des actions Altran Technologies à l'Offre* ». Le CCUES doit également être mis en possession de ces informations avant d'être appelé à donner son avis définitif sur l'Offre.

### **III-2 Sur les clauses de changement de contrôle.**

On ne peut que constater leur caractère lapidaire. Au point 7.8 du projet de note en réponse, on apprend que « *les contrats conclus entre Aricent et IBM, de même que la plupart des contrats conclus par les sociétés du Groupe avec ses clients, contiennent une clause de changement de contrôle qui serait susceptible, dans certains cas et sous certaines conditions, d'être mise en œuvre en cas d'offre publique entraînant un changement de contrôle qui serait initiée sur la Société.* »

Comme l'explique l'expert indépendant, les contrats conclus avec IBM sont un point important de la valorisation de la Société<sup>10</sup> et, en tout état de cause, la majorité des contrats conclus par le Groupe semblent concernés. Compte tenu des graves conséquences que pourrait avoir l'exercice des clauses de changement de contrôle sur l'activité de la Société, il importe que le conseil complète son avis motivé en y incluant les diligences effectuées pour en mesurer la portée et arrêter les remèdes à appliquer le cas échéant.

D'autre part, Capgemini s'est engagée à mettre à disposition les fonds nécessaires en cas de remboursement anticipé du financement consenti au titre du Senior Facilities Agreement en date du 15 février 2018, mais aucune précision n'est donnée sur le coût de ce nouveau financement non plus que sur la position des banques sur l'exercice de la clause de remboursement anticipé, ni dans les projets de note, ni dans l'avis du conseil d'administration.

Il importe là encore de compléter l'information disponible.

### **III-3 Sur l'information des actionnaires qui ne souhaitent pas apporter leurs titres à l'Offre.**

Dans son avis motivé, le conseil a négligé le cas des actionnaires ne souhaitant pas apporter leurs titres à l'Offre : quelles relations avec l'initiateur, comment la répartition des éventuelles synergies sera faite et contrôlée, qui sera le futur dirigeant d'Altran et comment sera composée l'équipe dirigeante, etc...

Manifestement le conseil d'administration n'a envisagé qu'une seule possibilité : celle du succès de l'offre avec retrait obligatoire. Il convient qu'il s'exprime sur les autres options : échec de l'offre et/ou offre réussie sans retrait obligatoire.

### **III-4 Sur l'avis du comité d'entreprise.**

L'article L 2323-39 du code du travail prévoit que « *Préalablement à l'avis motivé rendu par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance sur l'intérêt de l'offre et sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés, le comité de l'entreprise faisant l'objet de l'offre est réuni et consulté sur le projet d'offre.* »

---

<sup>10</sup> Point 5.4.1.2 du rapport de Finexsi.



Dans son avis motivé, le conseil d'administration « prend acte que le CCUES a rendu un avis favorable motivé sur l'Offre ». Or, dans l'annexe 2 à la Note en réponse, consacrée à la déclaration du comité d'entreprise dans le cadre de la procédure d'information/consultation sur le projet d'OPA, le CCUES déclare que « nombres d'information n'ont pas été mises à disposition des représentants du personnel, notamment sur le volet social qui nécessite que les deux entreprises échangent sur leur mode de fonctionnement. **L'avis qui est rendu devra être considéré comme un « pré-avis » tout comme la « pré-annonce » de l'OPA.** ».

**D'autre part, à la lecture de l'annexe 2, il n'apparaît pas évident que ce pré-avis puisse être qualifié de favorable sans préciser qu'il comporte des réserves :** « le processus d'information/consultation qui s'est déroulé a permis d'engager une réflexion sur le bienfondé stratégique qui va donner naissance au nouvel ensemble. Pour autant, ce processus qui intervient très en amont du déclenchement de l'OPA elle-même n'a pas permis d'engager les premiers travaux sur des sujets particulièrement importants touchant à des problématiques sociales d'ensemble et portant sur la nécessaire anticipation des synergies envisagées ».

C'est donc à tort qu'Altran prétend dans son projet de note en réponse que conformément à la réglementation du Code du travail « le CCUES a rendu un avis motivé favorable sur l'Offre le 2 août 2019 », sans mentionner qu'il s'agit d'un « pré-avis », qui plus est, rendu sous certaines réserves.

A noter également que la numérotation du Code du travail a changé et que l'ensemble des articles cités n'existe plus.

Dans ces conditions, et sauf à ce que le conseil d'Altran se prononce à nouveau, après qu'il aura pris connaissance de l'avis définitif, **la validité de l'avis motivé du conseil d'administration de la société Altran, et donc une éventuelle décision de conformité, sont contestables**, tout comme le caractère exact et sincère du projet de note en réponse relatant l'avis favorable du comité d'entreprise<sup>11</sup>.

#### **IV – La validation par l'expert indépendant d'un prix d'offre à 14 euros est critiquable à maints égards.**

**IV-1 Face à deux analyses financières, celle effectuée par SORGEM à la demande de l'ADAM et celle de l'expert indépendant mandaté par le conseil d'Altran , il paraît d'abord nécessaire de garder à l'esprit les considérations suivantes :**

<sup>11</sup> À noter que l'avis du CCUES est particulièrement flou, et que la question se pose de savoir sur quelles informations il a délibéré compte tenu de la date de son pré-avis. Pour rappel l'article L.2312-47 du Code du Travail précise : « En cas de modification significative des informations présentées au comité social et économique entre l'annonce et le dépôt de l'offre, l'avis rendu, le cas échéant, par le comité social et économique est caduc. Ce dernier est réuni dans les deux jours suivant le dépôt de l'offre et rend un avis dans les conditions prévues auxdits articles L. 2312-42 à L. 2312-46. » En tout état de cause, si toute l'information était disponible pour le CCUES, situation qui apparaît peu à même de conserver la confidentialité, il n'y avait, là encore, aucune raison légitime de retarder pendant des mois sa diffusion au marché.

- **L'expert n'a pas disposé de la liberté nécessaire à l'émission d'une opinion indépendante sur l'Offre ainsi que sur l'existence de conflits d'intérêts au sein du conseil.**  
Comme on l'a vu précédemment, le conseil d'administration d'Altran s'est prononcé par deux fois sur l'intérêt de l'Offre avant que l'expert ait commencé ses travaux, une première fois le 24 juin, une seconde fois le 9 août <sup>12</sup>Ainsi l'expert se trouvait-il, de fait, contraint de valider les conclusions prématurées du conseil d'administration, et de nier l'existence de conflits d'intérêts en son sein, sauf à mettre directement en cause la responsabilité des administrateurs conflictés qui avaient participé aux conseils du 24 juin et du 9 août 2019.
- **Le cours de bourse se maintient constamment depuis les premiers jours de l'annonce de l'Offre nettement au dessus du prix de l'Offre.**
- **L'objectif de Caggemini est de prendre le contrôle, or le prix de l'Offre, calé sur le prix du bloc d'Apax – qui n'est pas un bloc de contrôle - n'inclut pas de prime de contrôle.**
- **Le prix d'achat du bloc d'Apax ne peut servir de référence dans la mesure où il reste à démontrer qu'Apax, qui avait confié un mandat de vente à M.Cerutti, ne se trouvait pas dans l'obligation de trouver un acheteur à plus ou moins brève échéance, quitte à ne pas exiger le meilleur prix, d'autant que le contrat de vente comportait une clause de complément de prix.**
- **L'un des principaux objectifs du rapprochement est la production de synergies, en raison notamment de la complémentarité des deux entreprises. Or, selon Sorgem, le prix proposé ne comporte pas de partage des synergies, ou très peu, selon Finexsi.**

#### IV-2 CONCLUSIONS DE SORGEM EVALUATION FACE AUX CRITIQUES DE L'EXPERT INDEPENDANT

Face aux arguments opposés par Finexsi à l'opinion exprimée par Sorgem dans son avis du 5 septembre 2019 ( déjà communiqué à l'AMF ), SORGEM a répondu à l'Expert indépendant dans une analyse jointe en annexe 1 et dont les conclusions sont reprises ci-dessous.

- <sup>12</sup> Une première fois le 24 juin 2019, comme le rapporte la Note d'information de l'Initiateur (§1.1.1), le conseil d'administration d'Altran « a émis un avis préliminaire favorable sur l'intérêt de l'Offre pour la société, ses actionnaires, ses salariés et les autres parties prenantes en vue de soumettre l'Offre aux instances représentatives du personnel de la Société ».
- Une seconde fois le 9 août 2019. Selon un communiqué conjoint du 12 août « réuni le 9 août, le conseil d'administration d'Altran a considéré à l'unanimité des membres présents et représentés que l'offre est dans l'intérêt de la société, de ses actionnaires, de ses salariés ainsi que des autres parties prenantes et a indiqué que sous réserve des obligations qui lui incombent en raison des lois applicables et des termes et conditions de l'accord de rapprochement, il avait l'intention de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre dans le cadre de l'avis motivé qui sera rendu après remise du rapport de l'expert indépendant. Le conseil d'administration d'Altran a désigné le cabinet Finexsi comme expert indépendant ».

« Le 23 septembre 2019, le projet de note d'information ainsi que le projet de note en réponse à l'Offre de Capgemini sur Altran, qui intègre le rapport de l'Expert indépendant, ont été déposés auprès de l'AMF.

Dans ce contexte, l'ADAM nous a mandatés afin de donner notre avis sur les éléments d'appréciation du prix d'offre contenus dans le projet de note en réponse, et plus particulièrement dans le rapport de l'Expert indépendant, afin d'indiquer si ces éléments étaient de nature à remettre en cause notre avis rendu le 5 septembre 2019, qui indiquait notamment en conclusion : « **sur la base de nos travaux, il ressort que le prix d'Offre de 14,0 euros est inférieur à la valeur intrinsèque de l'action Altran. De plus, il n'intègre aucun montant au titre des synergies pourtant significatives attendues de l'opération.** »

L'Expert indépendant, en faisant le constat que le prix de 14,0 € – qui correspond aux conditions financières de la transaction avec Apax Partners – extériorise une prime sur l'ensemble des résultats issus des méthodes et références d'évaluation (à la fois sur les valeurs centrales et les bornes hautes) qu'il met en œuvre, considère en conclusion que « **le prix d'Offre de 14,0 € permet à l'actionnaire de bénéficier de la liquidité sur la valeur fondamentale de ses titres et d'une partie des synergies envisagées par l'initiateur** »<sup>13</sup>

Nous avons dans la présente note examiné les observations du rapport de l'Expert indépendant sur les hypothèses que nous avons retenues en ce qui concerne (i) la mise en œuvre des différentes méthodes (DCF et comparables boursiers) et (ii) l'analyse des différentes références (cours, prix cible des analystes et achat du bloc à Apax Partners).

Concernant la mise en œuvre de la **méthode DCF**<sup>14</sup>, fondée notamment sur un taux d'actualisation de 8,74% supérieur au nôtre (7,5%) et qui explique l'essentiel de l'écart entre notre valeur centrale et celle de l'Expert indépendant dans le scénario reflétant les données du Plan stratégique, nous avons tout d'abord indiqué en quoi l'affirmation de l'Expert indépendant – selon laquelle le taux utilisé pour les tests de dépréciation (proche de notre taux) n'est pas de la même nature que celui utilisé pour une évaluation financière – ne nous paraît pas justifiée.

Nous avons ensuite montré que compte tenu du poids de l'ensemble des UGT testées dans l'activité d'Altran, les différents wacc utilisés par la société constituent bien un ensemble de références pertinentes pour apprécier le wacc global du groupe. Nous avons également rappelé que ces taux, calculés en interne, font l'objet d'une revue par les commissaires aux comptes avec l'appui de leurs experts en évaluation.

Nous avons ensuite montré que les taux utilisés par les analystes pré-annonce de l'opération – références retenues par l'Expert indépendant pour justifier le caractère raisonnable du taux retenu – sont supérieurs aux taux retenus avant la révélation de la fraude chez Aricent, dans un contexte où à l'inverse les taux d'intérêt s'inscrivaient en baisse dans l'intervalle.

Cette augmentation des taux d'actualisation pourrait s'analyser (i) comme la prise en compte d'un incrément de risque reflétant une forme de défiance vis-à-vis du management d'Altran et (ii) comme une façon de traduire dans les prix cible une partie de la baisse du cours de bourse intervenue à l'occasion de la fraude chez Aricent.

<sup>13</sup> Rapport L'Expert indépendant p. 68

<sup>14</sup> Voir en annexe 3 la consultation de William Nahum et Xavier Paper

*La prise en compte d'une telle prime, d'ailleurs contraire au modèle du MEDAF, ne paraît pas justifiée au cas d'espèce, dans la mesure où l'accès direct au management d'Altran permet à l'Expert indépendant de traiter ces risques directement à travers les flux sans accroître la composante de prime de risque du taux d'actualisation.*

*En tout état de cause, nous considérons que les taux utilisés pré-annonce constituent également une référence pertinente.*

*Concernant les valeurs retenues en conclusion, l'Expert indépendant retient une fourchette dont l'amplitude est particulièrement faible et qui s'explique par les variations de seulement +/-0,125% retenues en sensibilité alors qu'il est généralement retenu des variations plus importantes.*

*Nous notons enfin que l'Expert indépendant retient, sur la date d'actualisation des flux, les provisions pour risques à long terme et le nombre d'actions, un ensemble d'hypothèses qui s'avèrent défavorables à la valeur d'Altran.*

*Concernant la **méthode des comparables boursiers**, en plus d'Alten et d'Akka que nous avons retenues, l'Expert indépendant retient cinq sociétés dont le caractère comparable est discutable et qui sont, en tout état de cause, moins comparables à Altran que ne le sont Alten et Akka.*

*Trois de ces cinq sociétés ne sont d'ailleurs pas identifiées par le management d'Altran comme des concurrents significatifs. Les deux autres sont présentées, à la différence d'Altran, comme des acteurs mono-industrie et/ou mono-pays.*

*Les analystes couvrant l'action Altran – qui semblent constituer pour l'Expert indépendant le seul point de comparaison pertinent en termes de taux d'actualisation – privilégient très largement les comparaisons à Alten et Akka.*

*La prise en compte de sociétés qui sont, en tout état de cause, moins comparables à Altran qu'Alten et Akka, conduit à des multiples moyens très inférieurs à ceux d'Alten.*

*Les multiples moyens retenus par l'Expert indépendant ressortent supérieurs à ceux d'Akka mais les multiples calculés par l'Expert indépendant sur ce comparable semblent ne pas prendre en compte l'affacturage déconsolidant.*

*L'Expert indépendant conduit ses calculs à la date du 24 juin en considérant que les hausses postérieures de cours – notamment celui d'Alten – sont uniquement dues à un effet spéculatif lié à l'opération, ce qui ne nous semble pas établi.*

*Concernant la fourchette de valeurs retenue en conclusion, seuls les multiples moyens sont retenus par l'Expert indépendant, sans prendre en compte la dispersion, pourtant significative, des résultats.*

*Il nous semble (i) qu'une analyse des raisons de cette dispersion, à travers par exemple une analyse de régression linéaire entre les multiples et la taille, la croissance et/ou les niveaux de marge, aurait pu être utile, ou, à défaut, (ii) qu'il aurait fallu prendre en compte, en conclusion de cette méthode, un intervalle de confiance autour de ces multiples moyens.*

*La prise en compte d'une sensibilité de +/- 1 écart-type autour des multiples moyens pourrait, selon nos calculs, conduire à une valeur par action supérieure à 14 € en borne haute.*

*Sur les **références de valeur**, nous notons que l'Expert indépendant (i) s'il adresse en partie les points relatifs aux clauses de complément de prix et à la nécessité pour Apax Partners de vendre ses actions, n'aborde en revanche pas le sujet de l'éventuelle décote de bloc applicable à ces actions et (ii) ne fait*

*référence ni au cours de bourse pré-fraude, ni au prix cible des analystes pré-fraude, alors que nous avons considéré ces références comme pertinentes.*

*Enfin, nous relevons que l'Expert indépendant ne procède pas à un chiffrage de la valeur des synergies et précisons que les informations communiquées à ce sujet dans le projet de note d'information et le projet de note en réponse ne sont pas de nature à modifier significativement notre estimation (5,7 € par action).*

***Dans ces conditions, nous considérons que les éléments d'appréciation du prix d'offre contenus dans le projet de note en réponse, et plus particulièrement dans le rapport de l'Expert indépendant, ne sont pas de nature à remettre en cause nos observations du 5 septembre 2019. »***

Signé : Maurice Nussenbaum

**En conclusion, il apparaît :**

- (i) qu'en l'état, et sauf à compléter les informations disponibles dans les documents d'offre sur les nombreux points signalés, le projet d'offre est contestable au motif qu'il ne satisfait pas au principe de transparence édicté à l'article 231-3 du RGAMF
- (ii) que, pour le même motif, la validité de l'avis motivé est contestable dans la mesure où, s'il a bien été rendu, comme il se doit, hors la présence des membres conflictés, les administrateurs présents et représentés ne pouvaient, sauf (i) à engager leur responsabilité vis-à-vis du marché pour leur changement d'opinion et (ii) à entraîner le paiement d'une indemnité de rupture significative pour la société, que confirmer les deux avis favorables précédemment rendus en présence et sous l'influence des 4 administrateurs conflictés (dont le Président, particulièrement influent dans une société non contrôlée). A cet égard, le principe de transparence exige que l'AMF impose un point d'attention pour que les actionnaires soient à même de comprendre que l'avis motivé du conseil d'administration de la société résulte de plusieurs décisions antérieures du conseil qui, dès l'origine, contraignaient le conseil à rendre un avis « positif ».
- (iii) qu'il est souhaitable que l'AMF précise dans sa décision, quelle qu'elle soit, que la mise en œuvre d'un retrait obligatoire que l'Initiateur a l'intention de demander s'il détient à l'issue de l'Offre la participation requise, ne saurait être pratiquée moyennant une indemnité égale au prix proposé dans cette offre volontaire.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Secrétaire Général, l'assurance de ma parfaite considération.

Colette Neuville

