

- Décision sur le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société.
- Reprise de la cotation des actions de la société.

**BUFFALO GRILL**

(Eurolist)

1. Dans ses séances des 7 et 21 mars 2006, l'Autorité des marchés financiers a examiné le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société BUFFALO GRILL déposé en application des articles 236-3 et 237-1 du règlement général (cf. Décision et Information 206C0304 du 15 février 2006). Ce projet est présenté par IXIS Corporate & Investment Bank<sup>1</sup> et Rothschild & Cie Banque, agissant pour le compte de la société S.A.I.P.<sup>2</sup> Il est libellé au prix de 20 € par action BUFFALO GRILL.

A la suite de l'offre publique d'achat simplifiée mise en œuvre du 1<sup>er</sup> novembre au 16 novembre 2005 inclus<sup>3</sup>, au prix de 20 € par action BUFFALO GRILL, de l'acquisition de 6 648 actions sur le marché entre le 6 décembre et le 16 décembre 2005 au prix unitaire de 20 € et d'un bloc hors marché de 1 123 608 actions BUFFALO GRILL acquises au prix unitaire de 20 € auprès de la société Amber Master Fund (Cayman) SPC le 29 décembre 2005, dans le cadre de l'article 516-2 du règlement général, S.A.I.P. détient 9 453 543 actions BUFFALO GRILL représentant 94,19% du capital (sachant que 138 081 actions sont auto-détenues par BUFFALO GRILL) et 96,94% des droits de vote de la société<sup>4</sup>.

L'initiateur s'engage irrévocablement à acquérir au prix unitaire de 20 € la totalité des actions BUFFALO GRILL non détenues par lui, soit 583 644 actions et les 103 310 actions pouvant résulter de l'exercice d'options de souscription d'actions au cours de la période d'offre, soit un maximum de 686 954 actions.

L'Autorité des marchés financiers a pris connaissance de l'actualisation du rapport d'évaluation établi par Rothschild & Cie Banque lors de l'offre publique d'achat simplifiée, ainsi que du rapport d'expertise établi par le cabinet Ricol Lasteyrie & Associés, représenté par Monsieur Gilles de Courcel, retenu en qualité d'expert indépendant chargé de porter une appréciation sur cette évaluation<sup>5</sup>.

L'évaluateur écarte les références au rendement, à l'actif net comptable et à l'actif net réévalué. Il retient les références aux transactions sur capital de BUFFALO GRILL, aux cours de bourse, ainsi que l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, les comparables boursiers et les transactions comparables.

<sup>1</sup> Seule IXIS Corporate & Investment Bank garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'initiateur.

<sup>2</sup> Contrôlée par la société ColBison elle-même contrôlée par les sociétés C7 Bison Sarl et Colyzeo Bison Sarl, contrôlées par les deux fonds d'investissement Colony Investors VII L.P. et Colyzeo Investors, L.P., gérés par la société d'investissement Colony Capital LLC.

<sup>3</sup> Cf. notamment Décision et Information 205C1842 du 28 octobre 2005.

<sup>4</sup> Sur la base d'un capital composé de 10 037 187 actions représentant 14 842 139 droits de vote.

<sup>5</sup> Par ailleurs, une attestation complémentaire émanant du cabinet Didier Kling & Associés, représenté par Monsieur Didier Kling, (cf. notamment D&I 205C1829 du 27 octobre 2005) figure à l'appui du projet d'offre.

Conformément aux dispositions du protocole d'accord du 22 décembre 2005, Amber Master Fund a cédé l'intégralité de sa participation dans BUFFALO GRILL, au prix de 20 € par action, à S.A.I.P. et a investi une partie des fonds résultant de cette cession d'actions dans le capital de ColBison par la prise d'une participation de 7%<sup>6</sup> dans le capital de cette dernière, actionnaire unique de S.A.I.P., aux côtés des fonds Colony et Colyzeo, de Christian Picart, fondateur de BUFFALO GRILL, ainsi que des cadres dirigeants de la société BUFFALO GRILL, et selon les mêmes termes et aux mêmes conditions que ceux-ci. Ces opérations ont été réalisées sur la base d'un prix de 20 € par action BUFFALO GRILL. Le 17 janvier 2006, Amber Master Fund a adhéré au pacte d'associés ColBison, adhéré au contrat d'investissement, et a ainsi acquis 82 160 actions ColBison et 123 240 obligations ColBison au prix unitaire de 30 €. Aucun prix de sortie n'a été fixé.

Au total, l'évaluateur considère que le prix de 20 € est une référence incontournable, puisque c'est à ce prix que l'initiateur a acquis sa participation actuelle dans BUFFALO GRILL (acquisition du contrôle, réalisation de l'offre publique d'achat simplifiée, achats complémentaires sur le marché et acquisition de la participation d'Amber Master Fund).

Le prix offert de 20 € présente une prime de 19% par rapport au cours du 8 juillet 2005, dernier cours avant l'annonce du changement de contrôle de la société, de 11% sur la moyenne des cours des trois derniers mois et 32% sur la moyenne des cours des 12 derniers mois. Depuis le 17 novembre 2005, date de reprise de la cotation de l'action BUFFALO GRILL à la suite de la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, le cours de bourse s'est stabilisé autour de 20 €, dans des volumes faibles.

L'actualisation des flux de trésorerie disponibles conduit à une valeur centrale de 19 € par action. La détermination des flux est basée sur un plan 2005-2014 réalisé par Colony avec le management de BUFFALO GRILL. L'initiateur a procédé à une actualisation du plan d'affaires utilisé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée, qui conduit à une progression des principaux agrégats prévisionnels globalement en ligne avec celle du plan d'affaires précédent<sup>7</sup>. Le taux d'actualisation, qui correspond au coût moyen pondéré du capital, ressort à 8,66%, sur la base d'un coût des fonds propres de 11,4% (qui résulte d'un taux sans risque de 3,5%, d'une prime de risque du marché de 6,1%, d'un bêta endetté de 1,1 et d'une prime de risque spécifique de 1,5%) et d'un coût de l'endettement après impôt de 4,2%. Le taux de croissance perpétuelle retenu pour le calcul de la valeur terminale est fixé à 0,5%<sup>8</sup>.

L'évaluateur a retenu la référence aux comparaisons boursières à titre indicatif. La valorisation obtenue par application du multiple d'EBITDA 2004, 2005 et 2006 d'un échantillon composé des 5 grands groupes sur le secteur de la restauration commerciale aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en France fait ressortir une valeur comprise entre 19,0 € et 21,4 € par action. Compte tenu du caractère imparfait de l'échantillon retenu (tailles, nature de l'activité, emplacements des magasins...), l'évaluateur n'a retenu cette méthode qu'à titre indicatif.

L'approche par les transactions comparables a été appliquée à partir d'un échantillon de neuf transactions, l'échantillon retenu dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et complété par le rachat de la Financière Flo par Albert Frères et Tikehau en décembre 2005. Cependant, aucune transaction n'est directement comparable à BUFFALO GRILL. Le multiple moyen d'EBITDA fait ressortir une valeur par action BUFFALO GRILL de 18 € par action, valeur présentée à titre purement indicatif.

Concernant les modalités consenties à Amber Master Fund, le cabinet Ricol Lasteyrie & Associés, représenté par Monsieur Gilles de Courcel indique qu'il n'a pas relevé d'éléments lui permettant de considérer que l'investissement d'Amber dans ColBison serait constitutif d'un avantage financier particulier, considérant le prix de rachat des actions BUFFALO GRILL détenues par Amber (20 € par action), le prix d'acquisition par Amber Master Fund des actions et obligations ColBison (identique au prix de souscription des autres investisseurs), les conditions de sortie d'Amber Master Fund de ColBison (identiques à celles des autres investisseurs) et, d'une façon générale, l'adhésion par Amber Master Fund au contrat d'investissement et au pacte d'associés des 28 septembre et 5 octobre 2005. L'expert privilégie la référence aux transactions sur le capital et conclut au caractère équitable du prix.

<sup>6</sup> Soit 27% du produit de cession en tenant compte des obligations convertibles souscrites.

<sup>7</sup> Ce plan d'affaires prévoit une amélioration de 0,5% de la croissance du chiffre d'affaires en 2006 et 2007, une baisse du nombre d'ouverture de restaurants pour tenir compte de perspectives moins favorables (notamment à l'international), une baisse moins forte des frais de siège et une légère augmentation des investissements de maintenance et une augmentation de l'investissement prévu en 2006 et 2007 sur Districoupe.

<sup>8</sup> Une analyse de sensibilité, portant sur des variations de taux d'actualisation de 0,15 point et de taux de croissance à l'infini de 0,25 point, fait ressortir un intervalle d'évaluation compris entre 18,4 € et 19,6 €.

Dans son rapport complémentaire, Monsieur Didier Kling indique que les conditions particulières consenties à Amber Master Fund ne peuvent s'analyser comme un privilège financier accordé à l'un des actionnaires minoritaires de BUFFALO GRILL pour les raisons suivantes :

- l'opération s'assimile à un échange de titres par lequel Amber Master Fund renonce au produit de la vente d'une partie de ses titres BUFFALO GRILL pour investir dans une société non cotée ;
- cet investissement est d'une nature très différente d'une participation dans BUFFALO GRILL et présente un profil de risque par nature élevé en raison notamment de l'endettement de Colbison SAS, de l'absence de cotation de ses titres et des contraintes de liquidité pesant sur ses titres ;
- la transaction ne comporte aucun prix de sortie garanti au profit de Amber Master Fund.

Il observe également que les accords signés qui lui ont été communiqués ne prévoient pas de prestations pouvant faire l'objet d'une rémunération au bénéfice de Amber Master Fund. Au total, l'expert estime que la transaction conclue n'est pas de nature à remettre en cause le prix proposé pour indemniser les actionnaires minoritaires de la société BUFFALO GRILL dans le cadre de la présente offre. Par ailleurs, l'expert indique que les transactions récentes portant sur près de 95% du capital de BUFFALO GRILL constituent une référence incontournable. L'actualisation du rapport d'évaluation de la société ainsi que les éléments portés à sa connaissance ne remettent pas en cause l'opinion qu'il avait formulée dans son attestation du 18 octobre 2005. Il conclut au caractère équitable du prix de 20 € par action.

2. L'Autorité des marchés financiers a par ailleurs pris connaissance des arguments présentés par des actionnaires minoritaires portant notamment sur la prise de participation de Amber Master Fund dans ColBison, les éléments de valorisation (notamment les paramètres de l'actualisation des flux futurs de trésorerie), la prise en compte des actions d'autocontrôle dans le calcul du seuil de détention de 95% du capital et la valorisation du patrimoine immobilier de BUFFALO GRILL.
3. Dans le cadre de son examen du projet d'offre, mené en application des articles 231-23 et 237-1 du règlement général, l'Autorité des marchés financiers a relevé que Amber Master Fund, qui n'avait pas apporté sa participation dans BUFFALO GRILL lors de l'offre publique d'achat simplifiée et qui, au surplus, avait acquis des actions de cette société pendant ladite offre portant sa participation à 11,2% du capital de BUFFALO GRILL, a cédé cette participation à ColBison sur la base d'un prix de 20 € par action et a acquis des actions et des obligations convertibles en actions de cette dernière.

En outre, l'Autorité a relevé que l'initiateur avait indiqué lors de l'offre précédente que le développement de BUFFALO GRILL pourrait s'appuyer sur une optimisation de son patrimoine immobilier, celui-ci étant alors évalué sur la base d'une expertise datant d'avril 2005. Sur ce point, l'initiateur a précisé à l'Autorité qu'il « n'est pas prévu de procéder à une actualisation de cette expertise en raison de l'accélération des réflexions de BUFFALO GRILL sur un programme d'externalisation de tout ou partie de ses actifs immobiliers au regard de l'évolution récente des valorisations immobilières : cette cession permettra, en outre, de cristalliser, pour lesdits actifs, une valorisation incontestable pour l'ensemble des actionnaires de BUFFALO GRILL ».

Sur la base de ce constat et considérant qu'il n'est pas possible, en l'état, d'établir que l'évaluation des actions BUFFALO GRILL intègre totalement en compte les perspectives d'activité de la société, telles que mentionnées aux articles L.433-4 du code monétaire et financier et 237-1 du règlement général, compte tenu des réflexions menées par la société BUFFALO GRILL sur l'externalisation de ses actifs immobiliers, l'Autorité a déclaré irrecevable le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions BUFFALO GRILL au prix unitaire de 20 €.

4. L'Autorité des marchés financiers a demandé à Euronext Paris SA de reprendre la cotation des actions BUFFALO GRILL, le 24 mars 2006.