

## L'attestation d'équité : futile ou utile ?

Par Jean-Florent Rérolle  
Managing Director Houlihan Lokey Howard & Zukin

La pratique des « fairness opinions » (ou attestation d'équité) est désormais solidement ancrée dans les pays anglo-saxons. Dans 60% des offres publiques d'achat, les conseils d'administration américains ont recours à cet usage qui consiste à demander à une banque d'affaires d'attester que le prix reçu ou versé, ou que les termes d'une transaction (fusion, acquisition, désinvestissement, émission de titres...) sont équitables d'un point de vue financier à l'égard de l'entreprise ou de tout ou partie de ses actionnaires. Construction jurisprudentielle, cette opinion est considérée comme l'une des diligences essentielles que le conseil doit effectuer avant de prendre une décision stratégique, surtout lorsqu'il est en présence de conflits d'intérêt.

Un consensus se dégage aujourd'hui pour considérer les attestations d'équité comme un outil extrêmement utile au service d'une bonne gouvernance d'entreprise lorsqu'elles sont réalisées par un organisme indépendant qui n'a pas été impliqué dans la transaction et qui est rémunéré de manière forfaitaire. Leurs nombreux bénéfices sont utiles à la bonne conclusion d'une opération :

- une amélioration de l'information des administrateurs par une analyse complète de la transaction et de ses conséquences ;
- un enrichissement des débats au sein du conseil d'administration par la mise en évidence des risques et de la valeur des alternatives ;
- une amélioration de la prise de décision collective en apportant le regard neuf d'un spécialiste de la valeur et des transactions ;
- une protection des administrateurs en cas de litige, en démontrant aux juges que le Conseil a exercé son « *duty of care* » ;
- un signe de bonne gouvernance pour les investisseurs qui sont rassurés sur le fait que la décision a été prise avec intégrité et professionnalisme.

Une fairness opinion s'appuie sur la mise en œuvre de techniques d'évaluation souvent sophistiquées, mais également sur une analyse du processus de la transaction et du contexte dans laquelle celle-ci s'est déroulée. L'expert doit donc maîtriser l'évaluation financière et avoir une compréhension intime de la dynamique des opérations de fusion-acquisitions afin de rendre une opinion contextuelle et non une évaluation mécanique ou comptable.

Cet outil va bientôt jouer un rôle important en France. Pendant longtemps, notre pratique des fairness opinions a été assez timorée. Un ersatz est apparu en 1993 avec la loi relative au retrait obligatoire. L'ambition restait limitée : l'expert indépendant donne son

appréciation sur les travaux d'évaluation effectués par l'initiateur de l'opération et son conseil afin de s'assurer du caractère « convenable » ou « équitable » du prix proposé à l'égard des actionnaires minoritaires. Cette approche dégradée est illustrée par des rapports qui ajoutent souvent peu d'éléments à ceux figurant dans le document d'information : trop souvent, l'expert se contente de vérifier les calculs qui ont été faits par l'initiateur et son conseil, faire des tests de sensibilité et rendre ses conclusions de manière très factuelle. Prestation à faible valeur ajoutée, cette opinion ne sert qu'à respecter des obligations légales. Elle n'est pas utilisée par les administrateurs, et les actionnaires minoritaires ont souvent dénoncé leur caractère artificiel ou complaisant, surtout lorsqu'il s'agit d'une opération de retrait en séquence. Malgré les encouragements du régulateur, les véritables attestations d'équité « facultatives » sont restées très rares.

Cette situation a conduit le régulateur à prévoir dans le livre II du règlement général un nouveau titre VI, intitulé « Expertise indépendante », dont les dispositions devraient être adoptées dans les semaines qui viennent. Ces nouvelles règles augmentent considérablement le nombre de circonstances dans lesquelles le Conseil d'une société cible aura l'obligation de recourir à une expertise indépendante devant déboucher sur une attestation d'équité. Outre les retraits obligatoires, sont visées toutes les situations dans lesquelles il existe un conflit d'intérêt au sein des instances décisionnelles ou lorsqu'il y a rupture de l'égalité entre les porteurs d'instruments financiers. L'expert doit être totalement indépendant et sa rémunération forfaitaire. Il établit un rapport sur « les conditions financières de l'offre ou de l'opération » à destination du Conseil. Il ne s'agit donc plus de faire une revue d'évaluation, mais bien d'éclairer les administrateurs sur les mérites financiers de la transaction. On se rapproche ainsi de la pratique anglo-saxonne. L'attestation d'équité va devenir une pièce essentielle sur laquelle le Conseil s'appuiera pour élaborer son avis motivé pour les actionnaires. Par conséquent, l'AMF pourrait être amenée à refuser de déclarer conforme une opération si l'avis motivé du Conseil était fondé sur une attestation d'équité de mauvaise qualité.

Cette réforme vient au moment où l'activisme actionnarial commence à peser fortement sur les opérations. De manière surprenante, alors même que les problématiques de valorisation et de gouvernance ont été au centre des débats entre Mittal, Arcelor et Severstal, cette bataille s'est déroulée sans qu'aucun des protagonistes n'aient mentionné l'existence d'une fairness opinion indépendante. Une utilisation de cet outil de gouvernance aurait apporté un éclairage intéressant et contribué à une meilleure information des actionnaires et des administrateurs. En tout état de cause, la montée en puissance des fonds activistes et les nouvelles obligations réglementaires vont conduire les entreprises à rejeter les évaluations futiles pour privilégier des opinions indépendantes utiles au bon déroulement des opérations.