

J.-F. Rérolle, Houlihan Lokey

« La réforme AMF élargit le champ d'application des fairness opinions »

Le nouveau régime des attestations d'équité renforce le rôle et l'indépendance des experts. Tour d'horizon de ce dispositif avec Jean-Florent Rérolle, *managing director* de Houlihan Lokey.

C.F. : Pourquoi l'AMF a-t-elle engagé cette réforme ?

J.-F.R. : En France, les *fairness opinions* ont toujours eu une portée faible. Instituées par une loi promulguée en 1993, elles étaient imposées uniquement dans le cadre d'un retrait obligatoire. Mais, très souvent, elles ne satisfaisaient pas les actionnaires minoritaires de la cible car, dans les faits, l'expert se contentait de vérifier les travaux effectués par la banque présentatrice. Il s'agissait plus d'une validation que d'une vraie opinion. En dépit de plusieurs tentatives, l'AMF n'était pas parvenue jusqu'ici à convaincre les sociétés cotées que le recours volontaire à une attestation d'équité présentait un véritable intérêt. D'où la frustration du régulateur, l'indifférence des administrateurs et le mécontentement des actionnaires.

C.F. : En quoi ce dispositif se montre-t-il plus contraignant ?

J.-F.R. : Les dispositions sur « l'expertise indépendante », introduites par l'AMF dans son règlement général, s'inspirent du rapport établi par un groupe de travail présidé par Jean-Michel Naulot, l'an passé. Elles élargissent significativement son champ d'application. Ainsi, une attestation d'équité devra être obligatoirement rendue dès lors qu'il existe un conflit d'intérêts ou une rupture d'égalité entre les porteurs d'instruments financiers. Sur le fond, ces nouvelles mesures clarifient la nature des travaux de l'expert. Il y a donc fort à parier que cette réforme aura des conséquences juridiques non négligeables sur la responsabilité des différentes parties en présence.

C.F. : Comment renforcer l'indépendance de l'expert, au-delà des cas de *squeeze-out* ?

J.-F.R. : Dans le cadre des retraits obligatoires, l'expert était désigné par l'initiateur de l'offre, puis agréé par l'AMF. Il est regrettable que la réforme ait supprimé cet agrément. Pour les *fairness opinions* facultatives, la banque-conseil était habituellement retenue. Désormais, l'expert devra être indépendant des protagonistes de la transaction et de

leurs intermédiaires. Son autonomie se trouve également renforcée par son mode de rémunération, lequel est maintenant clarifié par la réglementation. L'expert doit percevoir un *flat fee*, indépendant du succès de l'opération. Cette pratique avait déjà cours dans le cadre des *squeeze-out*. Au-delà de l'indépendance, l'AMF a souhaité garantir l'expertise et la qualité des travaux de l'expert. Elle exige à présent la mise en place d'un contrôle qualité au sein des firmes d'experts.

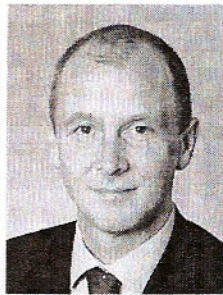
C.F. : L'expert intervient-il plus en amont ?

J.-F.R. : Il dispose de vingt jours pour établir son rapport, sachant que sa publication doit intervenir dix jours avant l'opération. L'AMF éradique ainsi la pratique des *saturday night fairness*, rédigée en un week-end ! Le rapport Naulot cherchait à responsabiliser le conseil d'administration tant sur la qualité de l'information fournie que sur l'indépendance de l'expert. Rien d'étonnant, donc, à ce que la réglementation ait fait du *board* l'interlocuteur privilégié de l'expert. Celui-ci établit un rapport qui porte sur les conditions financières de l'opération et qui est destiné au conseil d'administration. Puis, l'attestation d'équité proprement dite sera portée à la connaissance du public, avec éventuelle suppression des données confidentielles. La mission de l'expert ne consiste donc plus à faire une revue d'évaluation, mais bien à éclairer les administrateurs sur les mérites financiers de la transaction.

C.F. : Converge-t-on progressivement vers les pratiques américaines ?

J.-F.R. : Oui, mais seulement dans une certaine mesure. Car, outre-Atlantique, une *fairness opinion* s'intéresse au prix, mais aussi au contexte de l'opération. L'analyse de la valeur est éclairée par le processus de la transaction, la dynamique M & A sur ce secteur, etc. En bref, l'exercice d'évaluation est totalement intégré à la logique du *deal*. Cela dit, le dispositif français va dans le bon sens. C'est l'essor du gouvernement d'entreprise dans son ensemble qui lui donnera toute son ampleur. ■

Propos recueillis par
Emmanuelle Duten



Biographie

L'an passé, Jean-Florent Rérolle (48 ans, IEP-Paris, MBA HEC) a participé au groupe de travail sur la réforme des attestations d'équité, présidé par Jean-Michel Naulot. En janvier 2005, il a rejoint la boutique d'origine américaine Houlihan Lokey Howard & Zukin. Basé à Paris, il est *managing director* de la structure qui y regroupe une quinzaine de personnes. De 1991 à 2004, il officiait chez Ernst & Young, où il avait notamment créé le département évaluation d'entreprise. En septembre 2003, il a également fondé la Société française des évaluateurs.