

L'An I de la nouvelle expertise indépendante : réflexion critique

Par Jean-Florent Rérolle¹ et Dominique Schmidt²

L'année 2006 a été marquée par une refonte importante du droit des offres publiques. L'une des innovations de cette réforme est la consécration réglementaire de l'expertise indépendante dont les dispositions font l'objet du titre VI du Règlement général de l'AMF (RGAMF) homologué par arrêté du 18 septembre 2006, de l'instruction n° 2006-08 du 25 juillet 2006 et d'une recommandation en date du 28 septembre 2006³. Partie conclusive d'une expertise indépendante, l'« attestation d'équité » est une appellation réservée juridiquement à une opinion répondant strictement aux conditions fixées par cette nouvelle réglementation.

L'ensemble de ces textes a été inspiré par les travaux d'un groupe de travail qui s'est réuni sous la présidence de Jean-Michel Naulot de novembre 2004 à avril 2005, date à laquelle a été publié un rapport⁴ intitulé « *Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées* »⁵.

Si cette consécration réglementaire est une nouveauté incontestable, l'ensemble des idées qui la sous-tendent est beaucoup plus ancienne. En réalité, la plupart des dispositions actuelles résultent de réflexions menées par la COB puis par l'AMF depuis plus de 10 ans dans le cadre d'une vision ambitieuse et constante. Cette réglementation nouvelle doit être vue comme l'aboutissement de ces réflexions (I.). Cependant, la pratique qui se dégage d'une année d'application montre que les progrès à réaliser restent très importants (II.).

I. Une vision ambitieuse et constante depuis une décennie.

Depuis le milieu des années 1990, le régulateur français n'a pas ménagé ses efforts pour encourager un recours plus fréquent aux expertises indépendantes. La nouvelle réglementation s'inscrit dans le cadre d'un souci constant des autorités de faire en sorte que les actionnaires disposent d'une information complète et que les administrateurs jouent pleinement leur rôle dans les décisions stratégiques de l'entreprise.

A.- Un outil de prévention des conflits d'intérêts et de protection des actionnaires minoritaires.

L'expertise indépendante apparaît pour la première fois en France à la suite de la loi du 31 décembre 1993 qui impose l'évaluation des titres d'une société faisant l'objet d'un retrait obligatoire. En vertu de ce texte, l'initiateur fournit à l'appui de son projet d'offre une «évaluation des titres de la société visée, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs, tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur

¹ Managing Director de Houlihan Lokey Howard & Zukin et Président de la Société Française des Evaluateurs.

² Agrégé des Facultés de droit, Avocat au barreau de Paris.

³ V. Jean-Florent Rérolle, *L'attestation d'équité, futile ou utile* : *Revue de Droit Bancaire et Financier*, Juillet-Août 2006.— Dominique Ledouble, *Le nouveau régime de l'expertise indépendante* : RTDF n°3, 2006.— X. Vamparys, *Offres publiques : le nouveau régime de l'expertise indépendante*, Bull. Joly Bourse 2006, § 169.

⁴ Dans la suite de cet article nous ferons référence au « Rapport Naulot ».

⁵ Pour une présentation du Rapport Naulot, V. Eric Cafritz, Olivier Génicot, Jean-Florent Rérolle, *L'attestation d'équité, appellation contrôlée* : Banque et Droit, Août 2005.

des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité»⁶. Cette évaluation qualifiée d'évaluation « multicritères » est assortie de « l'appréciation d'un expert indépendant »⁷, expert dont la désignation est soumise à l'agrément du régulateur boursier. La note d'information de la société mentionne « l'avis d'un expert indépendant sur le caractère acceptable du prix ou de la parité proposés, ou l'opinion des établissements présentateurs sur la conformité du prix ou de la parité proposés avec les conditions de marché »⁸.

Cette « appréciation » ou cet « avis » sera bientôt qualifié par la place d'« attestation d'équité », dénomination directement importée des Etats-Unis où la pratique de la « *fairness opinion* » est bien établie depuis la jurisprudence *Smith v. Van Gorkom*⁹. Mais cet amalgame, un peu rapide comme on le verra plus loin, n'est pas totalement fortuit.

En avril 1995, le directeur général de la COB soulignait l'intérêt de la pratique américaine comme « un des moyens d'assurer préventivement aux minoritaires un traitement équitable de leurs intérêts »¹⁰. A la suite d'une consultation lancée au début de la même année, la COB publie dans son bulletin de novembre une recommandation sur « *Le recours à l'attestation d'équité* ». Ce texte, qui concerne la plupart des offres publiques, est l'ancêtre direct de la nouvelle réglementation. On est frappé par sa similitude avec le Rapport Naulot publié presque 10 ans plus tard. La seule différence fondamentale entre les deux textes concerne le caractère facultatif¹¹ de l'attestation d'équité en 1995 qui devient obligatoire en 2005. Pour le reste des dispositions (circonstances dans lesquelles il convient d'y recourir, processus de désignation, modalités d'intervention), les deux textes sont fort proches.

Constamment réaffirmée depuis 10 ans, l'intention du régulateur s'inscrit résolument dans le cadre de l'amélioration continue de la gouvernance des entreprises dans deux domaines dont les logiques se rejoignent : une prise de décision sereine et objective du conseil d'administration (prévention des conflits d'intérêts et analyse vigilante de l'opération) et une information loyale des actionnaires, en particulier des actionnaires minoritaires.

A cet égard, il faut rappeler que le rapport Viénot sur « *Le conseil d'administration des sociétés cotées* » publié en juillet 1995 affirmait que le conseil d'administration doit « veiller à la qualité de l'information et notamment à sa fiabilité et à sa clarté, afin que les transactions puissent être effectuées de manière équitable ». Le souci est réaffirmé dans le rapport sur « *Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* » publié par le MEDEF en octobre 2003 où l'on peut lire que le conseil d'administration doit « veiller avec une attention particulière à prévenir les éventuels conflits d'intérêts, à la transparence de l'information fournie au marché et à tenir équitablement compte de tous les intérêts ».

Même si cette formulation reste ambiguë sur la nature des intérêts à prendre en compte, le cœur du débat apparaît être clairement la gestion des conflits d'intérêts. En matière de gestion sociale, l'intérêt commun des associés (article 1833 du Code civil) doit être privilégié en toute circonstance. Un conflit d'intérêts naît lorsqu'une personne doit choisir entre la satisfaction de

⁶ V. Article 16-1 de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993.

⁷ V. Article 5-6-1 Règlement général du Conseil des bourses de valeurs en vigueur en 1994. C'est donc le CBV qui crée l'Expert indépendant dont l'existence n'était pas prévue dans la loi du 31 décembre 1993.

⁸ Article 16 du Règlement n° 2002-04 de la COB

⁹ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, Del 1985. Pour une présentation assez complète de la pratique des *fairness opinions* aux Etats-Unis et des critiques qu'elle suscite, V. Steven M. Davidoff, *Fairness opinions* : American University Law Review, Vol. 55, p. 1557, 2006

¹⁰ Bulletin COB n°289 Mars 1995, page 12.

¹¹ Sur l'affirmation du caractère facultatif, V. CA Paris, 1^{ère} chambre section H, 19 octobre 1999 : D. Affaires 2000, n° 6, Actualité Jurispr., p. 87, note M. Boizard ; Banque et droit, n° 69, p. 45, note H. de Vauplane ; Bull. Joly bourse 2000, p. 68, note P. Le Cannu ; JCP E 2000, p. 364, note A. Viandier ; Bull. Joly bourse 2000, p. 163, note J.-J. Daigre.

l'intérêt commun et un intérêt différent opposé qui conduirait à un appauvrissement du patrimoine social ou d'un ou plusieurs des co-actionnaires¹². L'existence d'un tel conflit est bien sûr de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du conseil.

C'est pourquoi le régulateur considère qu'une attestation d'équité peut être utile dans un certain nombre de circonstances pour « apporter un avis ou un jugement global sur une opération pour laquelle les contrôles existants ne peuvent porter que sur une partie »¹³. Pour les opérations « complexes », la mission de l'expert consiste à « attester » que l'opération a été « conçue de manière équitable et que les actionnaires [sont] correctement traités dans ces circonstances »¹⁴. Le rapport Lepetit¹⁵ y voyait un moyen de « conforter la décision des conseils d'administration » et « d'indiquer aux actionnaires minoritaires que leurs intérêts ont été pris en compte par les conseils, nonobstant les liens d'intérêts pour certains administrateurs ».

Cette approche exprimée il y a déjà dix ans¹⁶ est intéressante car elle conduit à deux types d'attestation d'équité : d'une part, celle réalisée dans le cadre d'un retrait obligatoire où l'expert s'exprime sur le caractère « convenable » du prix et émet « une attestation que le prix proposé est suffisant », attestation avant tout destinée aux actionnaires minoritaires et, d'autre part, celle, longtemps facultative (mais parfois demandée par le régulateur), qui vise à porter un « jugement global » sur une opération afin « d'éclairer le jugement du conseil et des actionnaires » et attester de l'équité de sa conception (et non de son résultat) dans une philosophie assez proche de celle des attestations d'équité américaines.

La nouvelle réglementation adopte clairement la vision extensive de l'attestation d'équité puisque le rapport de l'expert indépendant a pour objectif de « permettre au conseil d'administration, au conseil de surveillance ou à l'organe compétent de la société visée par une offre publique d'acquisition d'apprécier les conditions financières de l'offre afin de rendre son avis motivé »¹⁷. La conclusion du rapport est délivrée sous forme d'une attestation du « caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'offre ».

Le conseil d'administration de la société cible est ainsi le principal destinataire de l'attestation d'équité. L'AMF est également directement intéressée car, dans les situations où un expert est désigné et à la différence des offres volontaires, le régulateur examine le prix d'offre¹⁸ sur la base notamment du rapport de l'expert. Enfin, dans la droite ligne de la tradition française de protection des actionnaires minoritaires, l'une des motivations¹⁹ qui n'est pas exprimée clairement dans la réglementation est d'avoir une « procédure contradictoire au bénéfice des actionnaires minoritaires de la société visée »²⁰.

¹² V. Dominique Schmidt, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Editions Joly, Paris 2004, spécialement sous n° 151 et suivants.

¹³ V. COB, *Le recours à l'attestation d'équité et la généralisation de l'avis du conseil d'administration*, Bulletin COB n°296, Novembre 1995, page 37.

¹⁴ Ibid, page 34

¹⁵ V. COB, *la protection des actionnaires minoritaires dans les opérations de fusion et de garantie de cours*, Groupe de travail présidé par Jean-François Lepetit, 1996

¹⁶ Pour un examen détaillé, Cf. Th. Granier, *La procédure d'attestation d'équité*, Rev. sociétés 1997, p. 699 et suiv.

¹⁷ Article 2.I de l'Instruction n° 2006-08 du 25 juillet 2006.

¹⁸ L'AMF examine « les conditions financières de l'offre au regard notamment du rapport de l'expert indépendant et de l'avis motivé du Conseil d'administration » (Article 231-21 du RGAMF).

¹⁹ V. AMF, Rapport Naulot, p.6

²⁰ Il est d'ailleurs prévu dans la recommandation de septembre 2006 qu'après la publication de l'avis du conseil, les actionnaires minoritaires puissent « obtenir des compléments d'information en interrogeant le conseil ». Cette faculté est intégrée dans la description des interactions entre l'expert et le conseil.

B.- Un large champ d'application.

Outre le cas du retrait obligatoire, les situations dans lesquelles l'émission d'une attestation d'équité a été recommandée en 1995 puis rendue obligatoire par l'article 261-1 du RGAMF sont les suivantes :

- Les opérations susceptibles de générer des conflits d'intérêts au sein de l'organe de direction, et qui, de ce fait, pourraient nuire à l'objectivité de son avis motivé. Il en est ainsi dès lors que (i) la société visée est déjà contrôlée par l'initiateur de l'offre, (ii) les dirigeants de la cible ou les personnes qui la contrôlent ont conclu un accord avec l'initiateur susceptible d'affecter leur indépendance, (iii) l'actionnaire contrôlant n'apporte pas ses titres à une offre de rachat lancée par la société sur ses propres titres ;
- Les opérations qui comprennent une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre ;
- Les opérations qui mettent en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs d'instruments financiers qui font l'objet de l'offre. Par exemple, lorsque une opération conduit à des abandons financiers de nature différente selon les porteurs de titres, il convient de s'assurer du caractère équitable de ces sacrifices au regard de la nature des titres faisant l'objet de l'offre. Ou encore lorsque l'offre porte sur des titres de catégories différentes.

La nouvelle réglementation ajoute à ces situations déjà identifiées en 1995 une autre circonstance : celle d'une augmentation de capital réservée avec une forte décote conférant à un actionnaire le contrôle de la société (Article 261-2 du RGAMF).

En revanche, elle n'a pas repris la suggestion qui était faite de demander une attestation d'équité au cas où la transaction entraînerait une modification substantielle de la nature ou de la valeur de l'entreprise, ni le cas d'une société en commandite par actions, cas évoqués dans l'instruction de mai 2002 prise en application du règlement n° 2002-04. De même, on peut regretter que n'ait pas été reprise dans la nouvelle réglementation la suggestion du Rapport Naulot de soumettre à expertise indépendante toute fusion entre deux sociétés cotées. Certes, des commissaires à la fusion sont désignés par le tribunal de commerce, mais leur rôle et leur approche sont différents de ceux de l'expert indépendant. Ils ne donnent pas aux actionnaires minoritaires toutes les informations nécessaires à l'appréciation des conditions financières de l'offre²¹.

Dans ces situations, en particulier lorsque de nombreux actionnaires sont concernés ou lorsque les sociétés sont très importantes, l'AMF peut toujours suggérer fortement à la société d'appliquer l'article 261-3 du RGAMF qui prévoit que tout émetteur ou tout initiateur d'une OPA peut désigner un expert indépendant en vue de délivrer une attestation d'équité.

Ainsi, compte tenu de son champ d'application, l'expertise indépendante semble être devenue la règle et non plus l'exception lors d'une offre publique d'acquisition. La plupart des opérations²² comportent des accords entre la direction de la cible et l'initiateur, accords qui entachent l'objectivité des délibérations du conseil d'administration. Après avoir réaffirmé de manière constante l'intérêt d'une procédure d'attestation d'équité dans ce type d'opération et cherché à

²¹ Les commissaires à fusion vérifient la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des deux sociétés et l'équité du rapport d'échange (article L236-10 du Code de commerce). Comme on le verra dans la suite de cet article, une attestation d'équité va bien au-delà de cette analyse. Par ailleurs, l'expert indépendant examine la transaction uniquement sous l'angle des actionnaires minoritaires. Le rapport Naulot soulignait d'ailleurs clairement la différence des deux approches.

²² Même dans le cas d'une offre hostile, il peut exister des conflits d'intérêts dès lors que les dirigeants finissent par trouver un accord.

convaincre la place de l'adopter volontairement, l'AMF a finalement décidé de l'imposer. Cette position tranche avec celle adoptée aux Etats-Unis qui laisse le conseil d'administration seul juge de l'opportunité d'y recourir.

C.- Un processus structuré sous la responsabilité du conseil d'administration.

Le régulateur a également manifesté une grande constance sur la façon dont une attestation d'équité doit être conduite, même si au fur et à mesure des années les modalités ont été affinées. Là encore, il est utile, pour mesurer la force des convictions du régulateur, d'examiner la nouvelle réglementation à la lumière des textes publiés en 1995.

1) Un conseil d'administration au centre du processus

Dès 1995 le régulateur souhaitait que l'expertise indépendante soit « demandée » par le conseil d'administration de la société cible. La pratique a été bien différente dans le cadre des retraits obligatoires où l'expert est présélectionné par la banque de l'initiateur puis agréé par le régulateur à la demande de l'initiateur ou de sa banque (instruction 2002-04).

La nouvelle réglementation supprime l'agrément préalable de l'AMF et fait nommer l'expert par la société cible. Dans la droite ligne du Rapport Naulot, la recommandation du 28 septembre 2006 donne au conseil d'administration de cette dernière un rôle central dans la désignation de l'expert. Elle recommande même que cette désignation soit effectuée « le cas échéant » par un comité d'administrateurs indépendants chargé de superviser la mission de l'expert²³. Cette position était déjà évoquée en 1995 comme une « orientation à retenir » à l'instar de la pratique américaine où la désignation de l'attestateur est confiée à un comité de « *disinterested directors* »²⁴.

Le conseil d'administration est présenté par l'AMF comme l'organe garant de la qualité de la prestation de l'expert et de son environnement de travail :

- Il choisit l'expert dont « la compétence, les moyens et la réputation paraissent appropriés à la mission ». Cette formulation fait écho à celle utilisée en 1995 : le conseil désigne « des auteurs qualifiés engageant par leur signature leur réputation ».
- Il le désigne le plus en amont possible afin qu'il ait le temps nécessaire pour mener à bien sa mission, mais aussi pour qu'il ne se trouve pas dans une situation où la décision est déjà prise, ce qui réduirait considérablement sa liberté d'expression. Ce souci de voir l'expert intervenir le plus tôt possible était déjà exprimé en 1995.
- Il définit la mission de l'expert, ce qui veut dire que celle-ci peut être différente selon le contexte de l'opération. Une discussion entre l'expert et le conseil (ou ses représentants indépendants) doit donc être menée préalablement au démarrage de la mission, notamment pour définir les contours de celle-ci et le temps nécessaire pour l'accomplir.

²³ Cette conception est reprise par l'Institut Français des Administrateurs dans *La gouvernance des sociétés cotées – synthèse des recommandations sur le rôle et les modes d'action des conseils*, mai 2007

²⁴ Cependant, l'AMF ne semble pas avoir beaucoup d'illusions sur la capacité (ou la volonté ?) des conseils français à s'engager dans cette logique. Alors qu'il s'agissait d'un élément central du Rapport Naulot, le rôle du conseil n'est précisé que dans la recommandation (qui, à l'inverse de règlement ou de l'instruction, n'a pas de caractère obligatoire) et la responsabilité des administrateurs indépendants dans ce processus n'est envisagée que « le cas échéant ».

- Il « met en œuvre les diligences nécessaires en soutien à la mission d'expertise indépendante ». Il est le garant de la qualité des informations et il doit veiller à ce que l'expert puisse mener à bien toutes les diligences requises par sa mission²⁵.

2) *L'indépendance de l'expert mieux définie*

L'indépendance de l'expert est requise pour que l'attestation d'équité joue son rôle de réducteur de conflits d'intérêts et d'information loyale des investisseurs. Dès 1995 plusieurs conditions d'indépendance sont évoquées par la COB : l'expert ne doit pas être dans une situation de subordination juridique ou économique à l'égard de l'émetteur et il ne doit pas avoir d'intérêt pécuniaire dans la réalisation de l'opération (le Rapport Naulot évoque le caractère « forfaitaire » des honoraires de l'expert). Cependant, le régulateur acceptait que l'expert soit le conseil habituel de l'émetteur à la condition qu'une information soit donnée au marché sur les missions effectuées dans un passé récent (une ou deux années). La situation de conseil lié à l'initiateur n'était pas évoquée.

La nouvelle réglementation²⁶ prend une position beaucoup plus rigoureuse afin de garantir la stricte indépendance de l'expert. La liste des situations dans lesquelles celui-ci est considéré comme étant « en situation de conflit d'intérêts » s'enrichit de celles dans lesquelles il aurait procédé à une évaluation ou conseillé l'une des sociétés en cause au cours des 18 derniers mois (sauf s'il s'agit du prolongement d'une mission d'évaluation²⁷). Des interventions répétées avec le ou les mêmes établissements présentateurs ou au sein du même groupe peuvent être susceptibles d'affecter son indépendance. L'expert ne doit pas se trouver dans un lien de subordination juridique ou économique à l'égard de l'initiateur. Le régulateur prend soin de préciser que la liste figurant dans l'instruction n'est pas exhaustive²⁸.

Enfin, l'expert doit faire une déclaration attestant « de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

Cependant, il importe de souligner que l'expert reste le seul juge de son indépendance. S'il se trouve dans « une situation créant un risque de conflit d'intérêt » mais qu'il considère qu'elle « n'est pas susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement », il lui suffit de le mentionner et de le justifier dans la déclaration²⁹.

Cette faculté laissée à la libre appréciation de l'expert peut constituer une faille dans le système à moins que l'AMF n'adopte une position rigoureuse et refuse de déclarer conforme une offre pour

²⁵ L'information mise à la disposition de l'expert est naturellement critique. Celle fournie par la cible ne pose théoriquement pas de problème particulier. En revanche, l'expert pourrait avoir plus de difficulté à se procurer des informations provenant de l'initiateur, notamment celles concernant les synergies espérées.

²⁶ Article 261-4 du RGAMF et Article 1 de l'Instruction n° 2006-08 du 25 juillet 2006

²⁷ « Notre rapport n'est pas établi dans la perspective d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire » (OPA d'Allianz sur AGF en janvier 2007). Lors de l'offre de retrait obligatoire des AGF en juin 2007, le même expert note : « la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire constitue (...) le prolongement de l'offre publique mixte simplifiée ».

²⁸ On peut penser à la situation dans laquelle un établissement bancaire réaliserait une attestation d'équité concomitamment à l'initiation d'une couverture par son activité d'analyse financière, ou bien aurait conclu un contrat de liquidité sur la valeur.

²⁹ Dans l'OPAS de KoroFrance SAS portant sur les actions émises par la société Provimi, l'expert indépendant est également retenu pour une seconde mission consistant à remettre au conseil « un rapport sur le caractère acceptable pour la structure financière de la société d'une distribution exceptionnelle de dividendes ». L'expert considère que cette mission ne crée pas de conflit d'intérêt car (i) cette mission lui a été confiée postérieurement à sa nomination comme expert, (ii) cette mission ne constitue pas une évaluation (iii) la rémunération de cette mission n'est pas susceptible d'affecter son indépendance ou son objectivité.

laquelle l'indépendance de l'attestateur serait discutable ou que le juge ne soit saisi de cette situation.

D.-Une véritable mission d'évaluation.

L'aspect le plus novateur de la réforme des expertises indépendantes réside dans le contenu du rapport de l'expert qui fait l'objet de précisions importantes. La filiation des nouvelles règles avec les textes de 1995 est avérée, mais l'ampleur des exigences modifie substantiellement la nature de l'attestation d'équité.

1) *Une mission d'expertise renforcée*

Dans le système du retrait obligatoire, l'expert indépendant avait théoriquement plus un rôle de vérificateur que d'évaluateur. Chargé de porter une appréciation sur le caractère acceptable du prix ou de la parité proposés, la pratique consistait à **analyser l'évaluation fournie par l'initiateur** de l'offre et son banquier et les éléments retenus pour la fixation du prix offert. Il s'agissait d'un « contrôle de second niveau »³⁰.

Le travail de l'expert consistait à vérifier la pertinence de la démonstration, la justesse de l'application des méthodes et celle de la pondération utilisée par l'initiateur ou son conseil. Certains experts complétaient le travail de l'évaluateur, par exemple en testant une méthode supplémentaire, ou bien en changeant certains paramètres afin de mieux approcher la sensibilité du résultat à certaines variables clé. Le rapport de l'expert portait sur les méthodes d'évaluation et les critères choisis ainsi que sur les raisons pour lesquelles certaines méthodes ou critères étaient rejetés. L'attestation concluait à l'équité du prix proposé en s'assurant que celui-ci était égal ou supérieur à la valeur de la société.

La nouvelle réglementation marque un changement fondamental : l'expert a comme mission **d'évaluer la société cible**. Il doit se faire sa propre opinion en utilisant toutes les techniques usuelles³¹. Ce n'est que dans un second temps qu'il doit faire une analyse des travaux effectués par les banques présentatrices. L'AMF souhaite d'ailleurs que l'expert se montre critique à leur égard puisque le rapport doit « souligner les points éventuels de divergence avec l'initiateur et ses banques conseil ».

Cette évolution n'est révolutionnaire qu'en apparence. En effet, certains experts procédaient déjà à une véritable évaluation de l'entreprise cible et leurs travaux pouvaient aboutir à des modifications conséquentes dans le rapport de la banque évaluatrice. L'apport de la nouvelle réglementation est d'imposer cette bonne pratique à l'ensemble des experts.

2) *Un rapport d'évaluation substantiel*

L'architecture du rapport qui avait été évoquée à plusieurs reprises par la COB notamment dans ses recommandations de 1995 fait l'objet de précisions importantes dans la nouvelle réglementation. Il comporte :

- Une description des moyens mis en œuvre par l'expert : présentation de l'expert et du personnel associé à la réalisation de la mission ; références récentes en matière

³⁰ V. AMF, Rapport Naulot, p.6.

³¹ A l'inverse de la pratique américaine, l'AMF incite l'expert à développer ses propres hypothèses si c'est nécessaire à l'édification de son opinion. C'est ainsi que « pour les besoins de l'évaluation par la méthode des DCF, afin de diminuer le poids relatif de la valeur terminale dans la valeur estimée du portefeuille d'activités, nous avons extrapolé sur une période additionnelle de 5 ans (2012-2016) les deux paramètres qui conditionnent le montant des flux générés par l'exploitation » (Rapport de l'expert lors de l'OPAS de Santé Développement Europe sur Générale de Santé ; décision de l'AMF du 7 mai 2007)

d'attestation d'équité ; déclaration d'indépendance ; sources d'information utilisées ; rémunération perçue. Ces informations étaient déjà requises par le régulateur lors de la demande d'agrément (voir Instruction 2002-04) ;

- Une description des diligences effectuées : programme de travail, calendrier de la mission ; liste des personnes rencontrées au cours de la mission ;
- L'évaluation proprement dite ;
- Une analyse du travail d'évaluation de la banque de l'initiateur ;
- Une attestation d'équité concluant sur le caractère équitable de l'opération.

La partie consacrée à l'évaluation constitue le cœur du rapport. Dans sa recommandation du 28 septembre 2006, l'AMF consacre des développements importants sur la façon dont l'expert doit réaliser cette évaluation.

3) Une évaluation multicritères aux modalités affinées

Le principe de l'approche multicritères est réaffirmé et précisé. Jusqu'alors, le concept était très flou³². Certes, dans ses recommandations publiées en 1977 concernant l'information des actionnaires et la rémunération des apports en nature dans le cadre d'opérations de fusion, d'apport partiel d'actifs ou de scission, la COB avait commencé à en donner une définition. Elle suggérait l'emploi de plusieurs critères significatifs, homogènes, non redondants, sans que leur nombre fût excessif. Les critères de rentabilité, d'actif net, de capitalisation boursière et de résultats prévisionnels faisaient l'objet de quelques développements. Par la suite, le juge comme la loi ont parlé de « méthodes objectives » et de « pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité »³³.

L'expression peut donner le sentiment que le concept est rigoureux, mais du point de vue d'un évaluateur, cette définition ne signifie pas grand chose. Il n'existe pas de méthodes d'évaluation « objectives ». L'évaluation réalisée par un individu, fut-il expert, est, par définition, subjective quelle que soit la méthode utilisée. Seule la valeur boursière qui est représentative des anticipations (subjectives) des investisseurs pourrait être considérée à la rigueur comme objective ! Mais ce n'est pas une méthode. C'est une observation qui s'écarte probablement de la valeur intrinsèque de la société en raison de l'efficacité limitée des mécanismes du marché (asymétrie d'information, irrationalité des comportements, spéculation...)³⁴. Les « bénéfices réalisés » n'entrent théoriquement pas dans le calcul puisque, d'un point de vue financier, seuls comptent les flux de liquidités ou les dividendes futurs. Le fait que l'évaluateur doit tenir compte des filiales et des perspectives d'avenir est une tautologie financière puisque tout l'exercice consiste justement à valoriser les perspectives d'avenir du groupe.

Dans sa recommandation, l'AMF introduit pour la première fois un raisonnement rigoureux sur l'approche multicritères en distinguant les « méthodes d'évaluation » et les « références de valorisation »³⁵. Les méthodes d'évaluation comporte deux familles : (i) les approches analogiques qui établissent la valeur d'une entreprise à partir de références comparables (méthode des

³² Sur l'ambiguïté de l'approche, V. Bruno Husson, *Quelle méthodologie d'évaluation mettre en œuvre dans les fairness opinions*, Analyse Financière, numéro 118 (mars 1999)

³³ La Cour d'appel de Paris a donné des directives apparemment précises, énoncées pour la première fois de façon complète en son arrêt du 16 décembre 1999 : CA Paris, 1^{ère} chambre, section H, 16 décembre 1999 (Immobilier) : JCP E 2000, p. 133, note A. Viandier ; Banque et droit, n° 69, p. 46, note H. de Vauplane.

³⁴ V. Christian Walter, Les quatre causes de l'efficacité informationnelles des marchés, Finance et Bien Commun, n° 23, Hiver 2005-2006

³⁵ Cette expression est utilisée par l'AMF de manière impropre car la « valorisation » est le fait d'exploiter quelque chose et non de donner lui donner une valeur. Nous adopterons dans la suite de cet article l'expression « référence de valeur ».

multiples de sociétés cotées comparables, méthode des transactions similaires) et (ii) les approches intrinsèques qui consistent à déterminer la valeur d'une entreprise à partir de ses performances économiques propres (méthode de l'actualisation des flux de liquidités disponibles, de l'actualisation des dividendes futurs...).³⁶ Les références de valeur sont la valeur comptable des actifs, le cours de bourse, les transactions récentes sur le capital de la société, les « cours-cibles³⁷ » des analystes.

Adopter une approche multicritères consiste à mettre en œuvre une méthode prise dans chacune des deux familles qui viennent d'être décrites et confronter les résultats obtenus avec les références disponibles. L'évaluation de la société découle avant tout de l'application des méthodes et non de l'observation des références, même si la conclusion de l'expert devra tenir compte de ces dernières, en particulier celle du cours de bourse si celui-ci est pertinent. L'expert est également libre d'écarter une méthode ou une famille de méthodes³⁸ si celle-ci se révèle inadaptée à la situation. Ainsi, paradoxalement, l'utilisation d'une seule méthode d'évaluation est compatible avec le concept d'approche multicritères pour autant que l'expert ait pris en considération les autres et qu'il les ait écartées de manière légitime. Cette conception est tout à fait pertinente sur le plan financier.

Parmi toutes les méthodes envisageables, celle des flux de trésorerie actualisés est particulièrement mise en avant par le Rapport Naulot. Notant qu'elle représente un « progrès important » car elle intègre les « perspectives d'avenir et permet d'avoir une analyse critique du plan d'affaires », le groupe de travail recommande son utilisation « encore plus systématique dans toutes les situations où il existe des minoritaires quel que soit le type d'offre »³⁹. Cette méthode nous semble effectivement intéressante pour plusieurs raisons : (i) ses fondements intellectuels font l'objet d'un très large consensus dans la communauté financière internationale⁴⁰, (ii) elle oblige l'évaluateur à s'interroger sur la dynamique économique et temporelle de l'entreprise, (iii) elle possède la flexibilité nécessaire pour intégrer la cyclicité d'un plan d'affaires, (iv) en utilisant des hypothèses explicites, elle permet une analyse rationnelle des résultats et une présentation transparente de l'opinion de l'expert.

4) Une mise en œuvre encadrée

Dans la mise en œuvre de ses travaux d'évaluation, l'expert doit respecter trois principes :

- Le « principe d'examen critique » : le plan d'affaires est établi et validé par la direction générale de l'entreprise. L'expert doit l'examiner de manière critique pour apprécier son « caractère raisonnable »⁴¹. Si les prévisions transmises apparaissent irréalistes compte

³⁶ Cette typologie a été introduite lors de la première attestation d'équité effectuée dans le cadre de la loi du 31 décembre 1993 à l'occasion de l'offre publique de retrait de Matra Communication (août 1994).

³⁷ Expression utilisée par l'AMF au lieu de celle, plus fréquente, d'« objectif de cours »

³⁸ Lors de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les titres Louis Dreyfus Citrus, le CMF constate que le banquier évaluateur et l'expert indépendant ont estimé impossible de dégager une évaluation par les méthodes analogiques ; puis le CMF constate l'existence d'une « incertitude sur le caractère pertinent de l'écart [décote de 43 %] entre le prix de l'offre et le montant des capitaux propres consolidés par action » : Décision CMF 201C1380 du 20 novembre 2001. – Lors du projet d'OPR-RO visant Buffalo Grill, l'évaluateur et l'expert indépendant écartent l'actif net réévalué ; l'AMF refuse de déclarer recevable l'OPRO ; l'AMF relève 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 » mais que cette expertise n'a pas été actualisée ; dans ces conditions, l'AMF considère les « perspectives d'avenir de la société » n'apparaissent pas avoir été prises en compte totalement dans l'évaluation et l'expertise : Décision AMF 206C546 du 22 mars 2006, Buffalo Grill.

³⁹ V. AMF, Rapport Naulot, p.23.

⁴⁰ Cependant, pour une vision critique, V. Sous la direction de Christian Walter et d'Éric Brian, *Critique de la valeur fondamentale*, Paris, Springer-Verlag France, 2007

⁴¹ L'expert note que les données prévisionnelles sont établies par les Dirigeants-Reprenneurs, et qu'il est de leur intérêt qu'elles soient conservatrices et prudentes. Dans ces conditions, les estimations de valeur seront « biaisées vers le bas » (OPA de Camélia Participations sur Promodie, janvier 2007)

tenu des informations dont il dispose, il appartient à l'expert de demander à la direction de modifier ses prévisions⁴². Il ne faut pas sous-estimer l'importance de cette tâche qui nécessite une capacité d'analyse sectorielle et financière non négligeable.

- Le « principe de transparence » : l'expert doit indiquer les sources qu'il a utilisées dans son analyse et s'assurer de leur pertinence. Cette exigence tranche avec la pratique ancienne qui consistait pour l'évaluateur à prendre les mêmes sources d'information que l'initiateur et son conseil. A présent, il est censé examiner de manière critique ces sources⁴³, éventuellement en rechercher d'autres et indiquer les écarts éventuels. Le principe de transparence l'oblige également à donner des indications précises sur plusieurs points de l'approche intrinsèque :
 - Les éléments clés de la valeur (croissance, rentabilité des capitaux investis...);
 - Le traitement du risque et la façon dont le taux d'actualisation a été construit ;
 - Les hypothèses utilisées pour calculer la valeur terminale dont on sait qu'elle compte pour une part non négligeable dans toute évaluation ;
 - Les tests de sensibilité autour de la valeur centrale⁴⁴.
- Les « principes de cohérence et de pertinence » : l'une des chausse-trappes les plus fréquemment rencontrée dans une évaluation multicritères est l'utilisation d'hypothèses contradictoires ou différentes pour chaque méthode mise en oeuvre⁴⁵. L'expert est donc invité à s'assurer, par exemple, que les hypothèses implicites contenues dans les multiples retenus sont similaires à celles utilisées explicitement dans la méthode des flux de liquidités disponibles. En outre, l'AMF donne quelques conseils de bonnes pratiques professionnelles pour l'application des deux familles de méthodes⁴⁶.

Nul doute qu'un rapport aussi complet, structuré et rigoureux sur le plan financier pourrait être de nature à éclairer pleinement les administrateurs et les actionnaires sur les conditions financières d'une offre. Il reste à examiner comment la pratique de l'expertise indépendante a évolué depuis un an pour mesurer si cet objectif a été atteint dès lors que les ambitions d'origine ont acquis force réglementaire. Malheureusement, force est de constater que la pratique est encore bien éloignée des ambitions initiales.

⁴² Certains experts décident d'élaborer un jeu de projection différent de celui du management : « Un scénario alternatif a été élaboré en extrapolant la performance passée du groupe sur l'horizon 2007-2010. Ce scénario conserve donc la tendance du plan d'affaires du management, mais les chiffres sont ajustés pour tenir compte de la performance passée du groupe » (OPAS de KoroFrance SAS sur Provimi.)

⁴³ Pour un exemple particulièrement développé d'une critique du plan d'affaires de la société cible, V. le rapport de l'expert dans l'OPAS de KoroFrance SAS sur Provimi, précité.

⁴⁴ Les experts procèdent généralement à des tests de sensibilité sur le taux d'actualisation et la croissance à long terme retenue dans la valeur terminale. Pour être habituelle, cette approche ne présente qu'un faible intérêt dans une approche d'évaluation en comparaison de celle qui consiste à tester la sensibilité des résultats aux paramètres clés de la valeur (niveaux de marge, taux d'investissement, rentabilité sur les capitaux investis...).

⁴⁵ V. Jean-Florent Rérolle, *Le principe de cohérence dans l'évaluation multicritères*, Matinale SFEV, 2 novembre 2005, présentation consultable sur le site www.sfev.org.

⁴⁶ L'AMF donne des conseils de bons sens qui sonnent comme une critique à l'égard des pratiques anciennes. Sont par exemple cités : la nécessaire comparabilité des entreprises utilisées dans la méthode des multiples, le caractère normatif des flux de liquidités utilisés pour le calcul de la valeur terminale, la prise en compte d'un même risque une seule fois ...

II. Une pratique encore éloignée des ambitions initiales.

Le titre VI du RGAMF est à présent en place depuis près d'un an. Il a donné lieu à une plus d'une cinquantaine de rapports d'expertise indépendante contenant une attestation d'équité émis dans des circonstances très diverses⁴⁷. La plupart entraient clairement dans le champ de l'article 261-1 du RGAMF. Certains ont été demandés par l'AMF en raison de la complexité des opérations en cause.

La première observation encourageante qui doit être faite est l'extraordinaire effort que les évaluateurs ont accompli pour respecter la réglementation et élaborer des rapports d'évaluation beaucoup plus substantiels que par le passé. Certaines évaluations sont remarquables par la précision et la rigueur de l'analyse financière, la sophistication des approches d'évaluation et la pédagogie mise en œuvre pour que le lecteur comprenne parfaitement la logique suivie par l'expert.

Mais l'arbre ne doit pas cacher la forêt. Si la plupart des rapports sont plus volumineux⁴⁸, il n'est pas certain qu'ils remplissent le but recherché, à savoir permettre « d'apprécier les conditions financières de l'offre ». En effet, la nouvelle réglementation n'a ni clarifié la nature de l'évaluation dans le cadre d'une expertise indépendante (A) ni changé l'environnement institutionnel dans lequel l'expert intervient (B).

A.- La nature incertaine de l'évaluation dans le cadre d'une expertise indépendante.

Des questions fondamentales sur la nature d'une évaluation dans le cadre d'une attestation d'équité sont encore sans réponse ou sont traitées de manière hétérogène par les experts et par l'AMF lorsqu'elle revoit leurs travaux. En l'absence de clarté sur ces questions, l'expertise indépendante restera un exercice de conformité sans réelle valeur ajoutée pour les conseils ou les actionnaires.

1) Dans quelle mesure faut-il prendre en compte les intentions de l'initiateur ?

L'une des premières questions qu'un évaluateur doit se poser lors d'une mission d'évaluation est de savoir quel est le « standard de valeur » à retenir. Cette notion n'est pas très utilisée en France, mais elle est très importante aux Etats-Unis où des normes professionnelles propres aux évaluateurs ont été mises en place depuis longtemps⁴⁹. Il est généralement admis qu'il existe trois standards principaux : la « *fair value* », la « *fair market value* » et l'« *investment value* ». Les définitions peuvent varier selon les auteurs, les institutions ou les tribunaux ayant eu à se prononcer sur le contenu précis de ces standards, mais tous les professionnels s'accordent sur une distinction essentielle :

- Dans une approche « *fair value* » ou « *fair market value* », la valeur d'une entreprise doit être calculée « *stand alone* » en prenant les hypothèses d'exploitation futures de la direction actuelle ou d'un acteur du marché quelconque sans apport synergique particulier⁵⁰.

⁴⁷ Les statistiques présentées dans cette étude sont tirées des 59 attestations d'équité rendues au cours de la période du 1^{er} septembre 2006 au 15 août 2007, certaines ayant été requises avant la date d'entrée en application des nouvelles règles.

⁴⁸ 19 pages en moyenne sur l'échantillon étudié.

⁴⁹ V. American Society of Appraisers, *Business Valuation Standards*, 2001.

⁵⁰ On peut aussi utiliser le terme de « valeur intrinsèque », mais cela introduit des risques de confusion avec les méthodes « intrinsèques » définies plus haut.

- Dans une approche « *investment value* », la valeur de l'entreprise doit être calculée en prenant en compte les attentes d'un acquéreur spécifique, et donc en intégrant dans l'analyse les synergies opérationnelles et financières que la transaction rendrait possibles.

En définissant de quel point de vue l'expert doit se placer au moment de l'évaluation, cette distinction met en lumière un élément essentiel : la valeur d'une entreprise est inséparable de l'anticipation de ses perspectives futures. Conceptuellement, cette valeur est égale à la somme de toutes les valeurs qu'elle prendrait dans chaque scénario d'avenir possible pondérées par la probabilité d'occurrence de chacun de ces derniers. En procédant à l'actualisation des flux de liquidité « espérés » (au sens mathématique du terme) les méthodes intrinsèques constituent la parfaite mise en œuvre de ce concept.

Les intentions de l'initiateur sont donc un élément essentiel à prendre en compte dans une évaluation⁵¹. A partir du moment où une opération est envisagée, les perspectives d'activité de l'entreprise se transforment et la valeur de la société en est directement affectée. De notre point de vue, l'expert doit s'interroger sur les transformations potentielles que l'opération fait subir à la valeur de l'entreprise et s'assurer que tous les éléments nécessaires à la quantification de ces transformations sont mis à sa disposition⁵².

Dans certaines situations, il est clair que les opportunités de création de valeur sont limitées. C'est le cas de l'offre d'un initiateur qui contrôle déjà la société visée depuis un certain temps. Très probablement, toutes les synergies ou les améliorations envisageables ont été mises en place. Les opportunités de création de valeur sont déjà intégrées dans le plan d'affaires de la société. Les seuls avantages créés par l'opération sont alors des économies liées à suppression des coûts de cotation ou celles résultant de la mise en place d'une intégration fiscale.

Dans d'autres cas, les opportunités de création de valeur sont plus substantielles. C'est le cas lorsque l'initiateur envisage de changer la stratégie financière afin de mettre l'entreprise sous tension actionnariale. Les opérations à effet de levier ont généralement un impact positif sur la valeur si l'augmentation du risque qui résulte d'un endettement supplémentaire est plus que compensé par la génération d'économies fiscales⁵³ et l'amélioration anticipée des performances de l'entreprise⁵⁴. La nature de l'actionnaire de contrôle par elle-même peut aussi avoir un impact sur la valeur de l'entreprise si cet actionnaire renforce la probabilité de réalisation des objectifs du plan. Si l'initiateur est un acheteur stratégique, la valeur créée par l'opération peut aussi découler des synergies opérationnelles (revenus supplémentaires et/ou réduction de coûts) qui seront mises en œuvre dans le futur. Dans ces situations, l'acheteur est prêt à payer une prime pour que l'opération se réalise, prime dont le montant ne saurait être supérieur aux avantages espérés.

⁵¹ Cette position est parfois réfutée : « il n'était pas dans notre mission de rechercher quelle était la valeur potentielle d'IMV Technologie pour OFI Private Equity, et qui aurait été déterminée à partir d'un plan d'affaires qui intégrerait l'ensemble des synergies qu'il attend de cette acquisition : V. Offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société IMV Technologies initiée par Financière Aigle 2 (Décision AMF du 5 juillet 2007).

⁵² V. supra note 21 : Décision AMF 206C546 du 22 mars 2006, Buffalo Grill

⁵³ Pour un exemple de calcul de la valeur de l'intégration fiscale, voir Société Générale Cross Asset Research, *PagesJaunes : Plus de valeur dans les fondamentaux que dans l'offre de KKR*, 25 septembre 2006, qui montre que la valeur de l'intégration fiscale est de 2,5€ par action (si elle bénéficiait à 100% aux actionnaires minoritaires), alors qu'elle ne s'élève qu'à « 0,6€ par action dans l'offre de KKR ».

⁵⁴ Dans l'expertise sur l'OPAS de Santé Développement Europe sur Générale de Santé, l'expert s'interroge sur les conséquences de l'intention de l'acquéreur d'effectuer une distribution exceptionnelle de dividendes. Il note que cette décision sera sans impact sur la valeur de la Société, et que le caractère raisonnable de l'endettement qui en résultera ne mettra pas en cause la capacité de la société à poursuivre ses investissements. L'expertise rendue à l'occasion de l'OPAS de KoroFrance SAS portant sur les actions émises par la société Provimi adoptait le même point de vue que l'on doit approuver sur le plan théorique. Cependant, la vertu de ce type d'opération est de renforcer la discipline managériale grâce à des contraintes financières. Il s'agit là d'un élément qui devrait être intégré dans le plan d'affaires de l'acquéreur. V. La Lettre Vernimmen.net, *Pourquoi tant de LBO ?*, n°13, Octobre 2002

Pourtant, bien que l'expert utilise le montant de la « prime » comme l'un des fondements de l'équité, rares sont les évaluations qui s'efforcent d'en analyser le contenu⁵⁵. La pratique consiste le plus souvent à effectuer une comparaison entre le prix payé avec une valeur dite « intrinsèque » de l'entreprise calculée à partir d'un plan d'affaires ne tenant pas compte des conséquences d'un changement de contrôle. Une différence positive suffit à qualifier l'opération d'équitable alors que le partage des synergies ou des améliorations prévisibles peut être totalement déséquilibré en faveur de l'acquéreur.

L'impact d'un changement de contrôle sur la valeur de l'entreprise doit retenir toute l'attention de l'expert dans ses deux composantes possibles :

- La valeur du contrôle qui peut être définie comme la différence entre (a) la valeur de l'entreprise « *stand alone* » à l'issue d'un changement de stratégie opérationnelle ou financière et (b) la valeur actuelle de la même entreprise telle qu'elle résulte du plan d'affaires de la direction (c) multipliée par la probabilité d'occurrence de ce changement⁵⁶.
- La valeur stratégique qui est le montant espéré des améliorations et des synergies qu'un acheteur spécifique serait en mesure de créer multiplié (a) par le pourcentage attribué aux actionnaires de la cible à l'issue de la négociation et (b) par la probabilité que la transaction aboutisse et que les améliorations soient effectivement constatées.

Naturellement, il est impossible pour un évaluateur d'imaginer tous les scénarios possibles et de leur affecter une probabilité. Seul le marché peut intégrer cette complexité, même si le résultat final est pollué par d'autres considérations (bulles spéculatives par exemple). De même, les synergies envisagées peuvent ne pas se concrétiser⁵⁷. Cependant, malgré le caractère subjectif et délicat de l'analyse, l'évaluateur doit délivrer une opinion sur la valeur actuelle de l'entreprise. Son intervention s'inscrivant dans le cadre d'une offre publique d'acquisition qui débouche le plus souvent sur un changement dans la stratégie de l'entreprise ou bien la mise en œuvre de synergies, on voit mal comment il peut éviter une réflexion sur la nature et le montant de la prime payée par l'acquéreur.

Les recommandations de l'AMF relatives au régime de l'expertise indépendante précisent que l'expert devrait « avoir accès aux données nécessaires à l'appréciation des synergies attendues dans le cadre de l'opération étudiée, notamment si le montant des synergies a été rendu public ou en cas d'offre publique d'échange ». L'article 3 de l'Instruction n° 2006-08 du 25 juillet prévoit que les diligences de l'expert comportent au minimum « la discussion des comptes et du plan d'affaires avec les équipes de la direction visée et, le cas échéant, de l'initiateur ». On peut donc s'étonner que, bien que dans la plupart des opérations l'initiateur indique les raisons pour lesquelles il souhaite prendre le contrôle de la cible, raisons généralement créatrices de valeur

⁵⁵ L'expert note que les managements respectifs des deux groupes lui ont affirmé « qu'ils n'anticipaient pas de synergies liées à l'opération autres que l'incidence du « sustainability program » déjà prise en compte dans les plans d'affaires ». Dans la mesure où la méthode des flux de liquidités disponibles a été écartée au motif qu'elle ferait double emploi avec celle des flux de résultats futurs distribuables aux actionnaires, l'expert ne procède pas à une analyse de ces avantages économiques anticipés par l'initiateur (V. Offre publique mixte simplifiée visant les actions de la société AGF initiée par Allianz, Décision de l'AMF su 20 mars 2007).

⁵⁶ La prime de contrôle est progressivement intégrée au cours boursier au fur et à mesure que s'élève la probabilité d'un changement de direction ou de stratégie. S'il existe des moyens d'empêcher un changement de contrôle (dispositif anti-OPA, société en commandite par actions...) le marché ne tiendra pas compte de cette éventualité. V. Aswath Damodaran, *The value of control: implication for control premium, minority discounts and voting share differentials*, Working Paper Stern School of Business, June 2005.

⁵⁷ La plupart des études montrent que les actionnaires des sociétés faisant l'objet d'une acquisition profitent de l'opération alors que les actionnaires des sociétés initiatrices en pâtissent en moyenne (sauf pour les acquisitions de filiales). V. Moeller, Sara B., Schlingemann, Frederik P. and Stulz, René M., *Do Shareholders of Acquiring Firms Gain from Acquisitions?* . Dice Center Working Paper No. 2003-4 ; Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels, *Valuation, Measuring and managing the value of companies*, Chap. 15, Wiley, 2005

pour ses actionnaires, les évaluateurs ne prennent pas systématiquement en compte ces synergies dans le calcul de la valeur⁵⁸.

2) Comment intégrer le contexte de la transaction dans l'analyse ?

Le Rapport Naulot incite les experts à prendre en compte le contexte de la transaction. Il note que « Les éléments contextuels sont souvent essentiels dans la réflexion menée par l'expert pour déterminer l'équité de la transaction. La compréhension et l'analyse du contexte sont parties intégrantes du raisonnement et, bien souvent, vont guider le choix de telle ou telle méthode »⁵⁹. Il rajoute qu' « il conviendra d'être particulièrement vigilant lorsque le management obtient des avantages significatifs dans le cadre de l'offre »⁶⁰. Lorsque l'on se trouve dans ce cas de figure, il ne s'agit pas de juger de l'équité des avantages offerts aux dirigeants, mais de vérifier que ces avantages n'ont pas conduit ceux-ci à être trop souples dans la conduite de la négociation.

De fait, l'opinion portée sur l'équité de l'opération ou l'égalité de traitement des actionnaires ne peut s'apprécier uniquement à l'aune d'une analyse purement mathématique. Le type d'offre publique et les conditions dans lesquelles s'est déroulée la négociation ont une influence sur l'analyse du prix proposé par l'initiateur.

Le type d'offre

Lorsque à la suite de l'achat de plus du tiers des titres ou des droits de vote l'initiateur est contraint de lancer une offre publique sur la totalité du capital de la société, le prix offert doit être « au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'initiateur (...) sur une période de douze mois précédant le dépôt du projet d'offre ». Lorsqu'un « changement manifeste des caractéristiques de la société visée ou du marché de ses titres le justifie », l'AMF peut demander la modification du prix proposé⁶¹.

Si l'initiateur n'a pas l'intention d'effectuer un retrait obligatoire et que le prix payé pour le bloc est inférieur à la valeur intrinsèque (y compris après intégration de la valeur créée par l'opération) telle qu'elle ressort des travaux de l'expert, l'offre est-elle acceptable ? On peut se poser la question, car le vendeur du bloc est libre de vendre au prix qui lui sied. S'il a renoncé à faire payer à l'initiateur une prime de contrôle ou une prime stratégique, au nom de quoi l'actionnaire minoritaire pourrait-il l'exiger ? C'est le choix qui a été fait par la réglementation, l'actionnaire étant après tout libre d'apporter ou non ses titres à l'offre.

Encore faut-il s'assurer que la transaction ne comporte pas d'avantages cachés pour garantir l'égalité de traitement entre les actionnaires, ce que l'expert ne peut pas réellement faire⁶². En réalité, dans ces circonstances, le rôle de l'expert est moins de juger de l'équité de l'offre que d'émettre l'opinion la plus complète possible afin d'éclairer les actionnaires sur les conditions de la transaction et d'attirer leur attention sur le fait que la proposition qui leur est faite n'est pas

⁵⁸ Ainsi, après avoir décrit l'ensemble des synergies anticipées par l'initiateur, l'expert choisit des méthodes ne permettant pas de les intégrer dans son raisonnement. Malgré la recommandation de l'AMF d'utiliser plus systématiquement la méthode des flux de liquidités (qui est la seule qui permette de chiffrer des synergies) cette méthode est écartée par l'expert sur le fondement qu'on ne lui a pas communiqué de plans prévisionnels d'affaires et que « les deux sociétés interviennent sur des marchés fortement influencés par des aspects de saisonnalité et par des fluctuations conjoncturelles dont il est difficile d'anticiper a priori les effets » (V. Offre publique alternative initiée par Avanquest Software visant les actions de Emme, Décision de l'AMF du 20 février 2007).

⁵⁹ V. AMF, Rapport Naulot, p.23

⁶⁰ V. AMF, Rapport Naulot, p.17

⁶¹ V. Article 234-6 du RGAMF.

⁶² L'existence d'une opération connexe rend obligatoire l'intervention de l'expert (voir plus haut). Mais lorsqu'il existe des compensations non révélées publiquement, l'examen de l'égalité de traitement est impossible. Les experts exigent qu'on leur signe une « lettre d'affirmation » par laquelle la direction ou l'initiateur « certifie » qu'il n'y a pas d'opération connexe, déclaration unilatérale qui n'offre pas aux actionnaires minoritaires les mêmes garanties qu'une vérification indépendante.

intéressante d'un point de vue financier (même si en vertu de la réglementation l'offre est réputée « équitable »)⁶³.

L'analyse doit s'exercer non seulement sur le plan d'affaires de l'entreprise, mais aussi sur sa gouvernance car celle-ci a un impact sur la répartition de la valeur créée dans le futur. En effet, si le nouvel acquéreur a la possibilité de tirer ultérieurement des avantages spécifiques de sa position majoritaire, l'analyse de l'opération devrait prendre en considération les conséquences de celle-ci sur la valeur des actions des minoritaires qui décideraient de garder leurs titres. L'AMF devrait alors s'interroger sur l'opportunité d'exiger un changement du prix de l'offre afin qu'une option de sortie acceptable soit offerte aux actionnaires minoritaires.

La problématique est naturellement différente lorsque l'initiateur fait une offre en annonçant qu'il vise un retrait de la cote. L'expert peut alors véritablement juger de l'équité de l'offre en confrontant le prix offert à la valeur de l'entreprise dans sa nouvelle configuration. Le déroulement de la négociation devient alors un objet d'analyse essentiel dans l'évaluation.

Le déroulement de la négociation

Outre l'évaluation des synergies pour déterminer la valeur de la société dans son environnement post-acquisition, se pose la question de leur répartition entre l'acquéreur et la société cible. Pour qu'une transaction soit équitable, il faut que les conditions financières offertes aux actionnaires de la cible (y compris les minoritaires) reflètent les résultats d'une véritable négociation. Lorsqu'une transaction est susceptible de créer de la valeur, les parties s'accordent *in fine* sur un certain partage de cette valeur. Cette dimension doit être systématiquement au centre des réflexions de l'expert qui doit s'assurer que les actionnaires minoritaires, absent du processus de négociation, n'ont pas été lésés par rapport aux actionnaires majoritaires. Son intervention joue en quelque sorte comme une assurance donnée à ces actionnaires que la négociation s'est déroulée de manière effective, c'est-à-dire que les parties en présence ont bien cherché à obtenir l'accord le plus avantageux possible pour chacun⁶⁴.

Certes, il est difficile pour un expert de juger si la valeur créée par l'opération a été répartie équitablement entre les parties. Cette répartition résulte de nombreux éléments contextuels qui ne se prêtent pas toujours à une analyse objective (contraintes stratégiques ou psychologiques, rapports de force dans la négociation...). Cependant, il nous semble que l'expert peut au minimum chercher à calculer les synergies annoncées⁶⁵ et examiner le déroulement de la transaction afin d'identifier dans quelle mesure le processus qui a été suivi a permis de maximiser le prix de cession (par exemple en mettant en concurrence plusieurs acheteurs potentiels). En cas

⁶³ Après avoir noté que le prix d'offre de 23,4€ s'inscrit dans la fourchette de valorisation trouvée par l'expert (22€ - 24€), ce dernier écrit que les actionnaires minoritaires « bénéficient (...) d'une option de sortie tout à fait acceptable dans la mesure où elle peut être saisie sans décote apparente par rapport à la valeur intrinsèque de la société ». Il rajoute cependant qu'une « première estimation de la valeur de la société dans son nouvel environnement [donne à] la société un potentiel de valorisation supérieur à celui reflété par le prix d'offre » (OPA de Camélia Participations sur Prosodie).

⁶⁴ « L'équité du prix a été analysée à la fois à partir de i) l'étude du processus de cession afin de vérifier que le prix extériorisé par la cession du bloc de contrôle était bien le résultat d'un processus de cession compétitif ii) à travers une approche d'évaluation multicritères » (OPAS de KoroFrance SAS sur Provimi) ; cependant, cette présomption mérite d'être soigneusement vérifiée : « Dans un processus de cession conduit par un banquier d'affaires et ayant donné lieu à la mise en concurrence de plusieurs investisseurs financiers, on peut présumer que le prix (...) correspondait (...) à une rémunération acceptable compte tenu des difficultés rencontrées sur la période de détention des titres. Dans le même temps, en raison même de la durée de cette période de détention et de la volonté du vendeur de sortir de son investissement, il se peut que le prix intègre une décote significative par rapport au prix de cession optimal » (Rapport de l'expert sur l'OPR suivi d'un RO d'Averys initié par la société Syreva, Décision AMF du 5 décembre 2006)

⁶⁵ Pour un exemple de calcul, V. Rapport de l'expert sur l'Offre Publique Mixte de NYSE Euronext visant les actions de la société Euronext ; Décision de l'AMF du 18 janvier 2007.

de déséquilibre flagrant entre la valeur créée par la transaction et celle offerte aux actionnaires de la société visée, l'expert doit redoubler de vigilance dans son analyse.

L'analyse du prix payé, de la parité ou des conditions financières de l'offre est donc inséparable d'une analyse de la transaction, du contexte de la négociation, du rapport des forces en présence et des transformations économiques et financières qui sont anticipées par les parties⁶⁶. Quelle que soit l'opinion qu'il porte sur la répartition des synergies il nous semble nécessaire que l'expert donne au conseil et aux actionnaires de la société tous les éléments d'appréciation⁶⁷ qu'il a pu recueillir sur ces éléments pour leur permettre d'apprécier pleinement « les conditions financières de l'offre ».

3) *Comment s'assurer de la cohérence des méthodes utilisées ?*

L'absence d'une réflexion sur le standard de valeur applicable affecte en ricochet la cohérence d'une analyse multicritères. En effet, les méthodes et références utilisées habituellement par les experts correspondent toutes à des standards de valeur très différents sans pour autant qu'une analyse de cohérence et de pertinence soit systématiquement entreprise :

- La méthode des multiples de sociétés cotées comparables qui est utilisée à titre principal dans 63% des attestations d'équité depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation n'exprime pas un standard de valeur univoque. L'échantillon d'entreprises comparables utilisées dans l'évaluation est le plus souvent hétérogène⁶⁸ : à un moment donné, la valeur de chaque entreprise cotée comporte une prime de contrôle qui est plus ou moins importante en fonction des performances de l'entreprise (la prime sera d'autant plus forte que l'entreprise est mal gérée), de la probabilité qu'un changement de management intervienne (fonction des caractéristiques de l'actionnariat et des mesures anti-OPA en place) et du dynamisme du marché des fusions acquisitions dans le secteur (existence d'acheteurs potentiels ayant les ressources nécessaires pour acheter l'entreprise, existence de synergies potentielles). Les multiples dégagés à partir de cet échantillon sont donc très hétérogènes et leur utilisation mécanique est à proscrire. Les évaluations qui ont été publiées depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation et qui donnent un poids important à cette méthode ne comporte pas de développement sur l'analyse et les retraitements qui permettrait d'homogénéiser l'échantillon afin d'avoir des multiples comparables.
- La méthode des transactions similaires. Utilisée dans 44% des cas, son utilisation est encore plus délicate que la méthode précédente. La prime de contrôle payée par l'acquéreur dépend d'une part, du niveau de performance de la cible, de l'importance des synergies potentielles et du rapport de force des parties en présence et, d'autre part, de la conjoncture prévalant à l'époque de l'opération (niveau de valorisation du secteur et dynamique du marché des fusions acquisitions). Dans ces conditions, l'expert doit

⁶⁶ A l'occasion d'un projet d'offre publique de rachat de ses propres actions par un émetteur, l'expert indépendant, relevant que ni l'émetteur ni les actionnaires majoritaires n'apporteront à l'offre, estime que le prix proposé est équitable « dans la mesure où la liquidité offerte aux actionnaires minoritaires est équilibrée par la prise de risque sensiblement accrue des actionnaires restant dans le capital » (Décision CMF 203C0845 du 5 juin 2003, NAF NAF). La lecture de la décision du Conseil ne dissipe pas ce qui apparaît comme une lapalissade : elle ne révèle pas en quoi ladite prise serait accrue.

⁶⁷ Pour un exemple d'analyse de l'impact du contexte économique et stratégique sur la valeur de l'entreprise, V. l'expertise rendue lors de l'OPAS de Santé Développement Europe sur Générale de Santé dans laquelle l'expert se livre à une analyse financière de la société très détaillée. Il explique par ailleurs les raisons pour lesquelles « la valeur du portefeuille d'activités de la société ne serait pas affectée par la décision de son management de procéder ou non à une nouvelle opération d'externalisation du patrimoine immobilier ».

⁶⁸ L'hétérogénéité dont il est question ici n'est que celle relative au standard de valeur. Naturellement, il convient que l'échantillon soit également homogène en termes de profil de risque, de croissance et de performance anticipée.

procéder à une analyse fine de la nature et du niveau des primes exhibées dans les transactions utilisées. La difficulté de la tâche réside dans le fait qu'il n'a pas accès à l'information qui lui permettrait de comprendre l'importance de la prime payée.

- La méthode de l'actualisation des flux de liquidités disponibles est la méthode la plus souple pour intégrer les problématiques de standard de valeur. Utilisée dans 80% des attestations d'équité depuis un an, elle permet de valoriser séparément l'entreprise « *stand alone* » et les synergies anticipées par l'opération et ainsi d'offrir une vision claire sur ce qui est pris et ce qui est exclu du calcul. Il convient de noter que cette méthode est la seule concevable pour valoriser des synergies.

L'application conjointe de plusieurs méthodes d'évaluation multiplie les risques d'incohérence. Ainsi, derrière la simplicité apparente de l'application d'un multiple se cache des hypothèses implicites de rentabilité et de risque que l'évaluateur ne peut appréhender sans une analyse précise⁶⁹. Ne pas procéder à cette étude, c'est s'exposer à des risques d'incohérence entre ces hypothèses et celles, explicites, qui sont utilisées dans la méthode des flux de liquidités disponibles.

Fort prudemment, mais en contradiction avec les recommandations de l'AMF, les experts qui utilisent la méthode des comparables se gardent bien de mettre en œuvre le principe de transparence qui veut que l'expert (i) « explique le choix de l'échantillon et les retraitements auxquels il a procédé afin de rendre les données utilisées homogènes [pour l'application de la méthode des comparables] » et (ii) « présente les éléments clés du plan d'affaires sous une forme globale (...) [et] présente de manière détaillée les hypothèses utilisées pour le calcul de la valeur terminale ». En effet, une transparence sur ces données permettrait de mettre en lumière les contradictions éventuelles entre les hypothèses sous-jacentes à l'utilisation conjointe de ces méthodes.

4) Une bonne proposition financière est-elle suffisante pour que l'opération soit équitable ?

Dernière ambiguïté de l'expertise indépendante au regard de la nécessité de donner un éclairage sur les conditions financières de l'offre : l'expert doit-il se contenter de dire si l'offre constitue une bonne proposition financière, ou si il s'agit de la meilleure proposition financière possible? La réponse à cette question n'est pas claire ou n'est pas traitée dans l'expertise indépendante à la française.

Elle est pourtant essentielle du point de vue de l'administrateur ou du dirigeant. « S'il prouve qu'il a mené les affaires sociales après une analyse lucide de l'information disponible, s'il a raisonnablement soupesé les risques avant de décider, s'il a su s'entourer des conseils indispensables », le dirigeant attaqué pourra faire valoir qu'il a exercé son « devoir de diligence ». Il pourra soutenir « que son obligation de moyens a bien été remplie, quand bien même il se serait lourdement trompé et aurait échoué »⁷⁰. Dans ces conditions, en cas d'offre, un comportement avisé dans l'intérêt de ses actionnaires consiste à vérifier qu'une meilleure alternative n'existe pas, ne serait-ce que pour faire monter les enchères et obtenir un meilleur partage de la valeur créée à l'occasion de l'acquisition.

C'est ici que la différence entre la « *fairness opinion* » américaine et l'attestation d'équité française est la plus nette. Aux Etats-Unis, l'équité fait référence au résultat de la transaction qui doit être adéquat, juste, raisonnable eu égard au contexte dans lequel elle s'inscrit et pour ce qui concerne la partie destinataire de cette opinion. Le montant de la transaction est évidemment une donnée

⁶⁹ V. Jean-Florent Rérolle, *Les multiples : méthode d'évaluation ou de décryptage*, les Echos 11 novembre 2005

⁷⁰ R. Gandur, *Du gouvernement de l'entreprise à la gestion fautive*, Revue de Jurisprudence Commerciale, Septembre 2000, page 23.

essentielle, mais, le cas échéant, la « *fairness opinion* » doit tenir compte du processus par lequel ce résultat a été obtenu. L'étude de l'ensemble du contexte économique et financier et du processus transactionnel qui a été mené en la circonstance fait partie intégrante du raisonnement de l'expert. Il peut d'ailleurs en résulter que le prix jugé équitable n'est pas forcément le plus élevé⁷¹.

Cette analyse souvent complexe requiert des évaluateurs expérimentés qui connaissent intimement le fonctionnement du marché financier, l'ensemble des processus mis en œuvre dans les opérations de fusions acquisitions et la dynamique transactionnelle du secteur sur lequel se trouve l'entreprise. L'expert retenu est généralement un banquier d'affaires.

Dans la mesure où l'expertise indépendante française ne se prononce pas sur le fait de savoir si l'offre constitue la meilleure proposition financière, les entreprises peuvent être amenées à demander à un autre expert financier d'émettre une opinion financière pour couvrir cet aspect. Cette situation n'est pas satisfaisante lorsque cette opinion est donnée par le conseil de la cible⁷² qui a un intérêt direct dans l'opération. Elle ne l'est pas non plus lorsque cet expert accepte cette tâche soit comme paiement pour service rendu dans le passé, soit pour un montant symbolique afin de pouvoir se prévaloir d'un statut de conseil et ainsi figurer en bonne place dans les « *league-tables* ».

B. Un environnement de travail largement perfectible.

1) *Un mode de désignation ambigu*

Dans une situation de conflits d'intérêts potentiels ou réels, l'information diffusée aux actionnaires peut être légitimement suspectée de biais ou de partialité. Le rapport de l'expert indépendant est le seul élément qui puisse être considéré comme neutre par les actionnaires minoritaires. C'est la raison pour laquelle l'AMF en a fait une pièce essentielle dans l'information transmise au public. Il apporte son « crédit aux propositions adressées aux actionnaires de la société »⁷³. Mais, pour avoir cette qualité, l'expert ne doit pas être soupçonné d'indulgence ou de complicité. Les conditions de sa désignation doivent être irréprochables.

Le système précédent dans lequel l'initiateur choisissait l'expert n'était pas sain même si l'AMF pouvait exercer un droit de veto. En effet, l'initiateur n'était guère enclin à prendre le risque qu'un expert estime le prix inéquitable. Les destinataires de l'offre, isolés et inorganisés, ne disposaient d'aucune procédure aménagée par les textes pour se concerter et désigner un expert qui leur soit commun.

Aussi a-t-on chargé (en quelque sorte par défaut ?) le conseil d'administration de la société visée de choisir l'expert et de soutenir ses travaux. Pour justifier cette solution, deux arguments sont avancés :

a) En premier lieu, cette charge « responsabilise » les administrateurs, sensés représenter les intérêts de tous les actionnaires⁷⁴. L'argument est ténu. On n'a jamais vu un conseil

⁷¹ C'est le cas par exemple de deux offres dont la meilleure en terme de prix présente des risques importants d'exécution (comme un paiement différé ou bien des garanties de financement peu crédibles).

⁷² Sur l'intervention du banquier conseil de la cible pour « émettre une simple opinion sur la valorisation de l'offre » : CA Paris, 1^{ère} chambre section H, 19 octobre 1999, précité.

⁷³ V. TA Paris, 1^{ère} chambre B, 9 octobre 2006 : Droit des sociétés, Revue mensuelle LexisNexis Jurisclasseur, mai 2007, n° 96, Sociétés Commerciales, note H. Hovasse : « la banque évaluatrice et l'auteur de l'attestation d'équité acceptent que la société se prévale de leur professionnalisme et de leur notoriété. L'une et l'autre apportent leur crédit aux propositions adressées aux actionnaires de la société. »

⁷⁴ En ce sens, Rapport CNPF-AFEP, *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, juillet 1995, Éditions Techniques professionnelles, Paris, p. 14 ; Rapport annuel COB 1993, p. 58 ; Bull. COB, novembre 1995, p. 32.

d'administration engager sa responsabilité à l'occasion d'un avis sur l'intérêt d'une offre⁷⁵. Et on ne le verra jamais dans le cadre de la législation et de la jurisprudence actuelle : en effet, les administrateurs auront beau jeu d'avancer que leur avis a été émis après qu'ils aient fait diligence pour désigner un expert indépendant, conformément aux textes, et que leur avis prend appui sur les travaux et conclusions de l'expert, dont les éventuelles insuffisances ou erreurs ne sont imputables qu'à ce dernier. Loin de « responsabiliser » le conseil, l'intervention de l'expert le « déresponsabilise ».

b) En second lieu, on fait observer que le conseil d'administration de la société visée peut se trouver lui-même en situation de conflit d'intérêts ; en effet, la composition du conseil dépend des décisions de l'actionnaire majoritaire auteur de l'offre. Cette situation est de nature à nuire à l'objectivité de l'avis que le conseil émet sur « l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés »⁷⁶. Pour favoriser l'objectivité de l'avis et la préservation de l'égalité des actionnaires, le règlement charge le conseil d'administration de faire appel à un expert indépendant qui évalue la société visée et se prononce sur le caractère équitable de l'offre.

Cet argument ne convainc pas. En effet, ceux qui ont besoin d'être informés par l'expertise indépendante sont ceux qui sont appelés à répondre à l'offre, et non les administrateurs de la société visée. La logique veut que le rapport de l'expert indépendant soit publié dès que possible afin d'informer tous les destinataires de l'offre et que, après cette publication, les administrateurs de la société visée soient appelés à commenter les conclusions du rapport et à émettre leur avis sur l'intérêt de l'offre. Affirmer que l'expertise indépendante a pour objet d'informer les administrateurs de la société visée pour qu'ils puissent veiller à l'objectivité de leur avis et à l'égalité des actionnaires, c'est inverser les termes du problème et considérer que ceux qui méritent une protection contre des opérations initiées par un coactionnaire sont ceux-là mêmes qui siègent aux conseils d'administration de la société mère auteur de l'offre et de la société visée. Lorsque la société est contrôlée, comment ces personnes peuvent-elles, siégeant ici, approuver les termes de l'offre et, siégeant là, les désapprouver⁷⁷ ?

Le rapport de l'expert indépendant étant destiné aux actionnaires minoritaires, il n'existe aucune raison valable de confier au conseil d'administration de la société visée, lui-même en situation de conflit d'intérêts, le soin de choisir et de mandater l'expert. Il est incohérent de confier à ce conseil le soin de choisir et nommer un expert œuvrant pour ceux qui sont exposés au conflit d'intérêts affectant l'initiateur de l'offre et ledit conseil. Le seul fait que l'expert soit choisi par ceux-là mêmes dont l'intérêt logé auprès de la société-mère les dissuade de critiquer le prix d'offre suffit à expliquer les ambiguïtés exposées ci-dessus. L'indépendance de l'expert contrarie leurs intérêts⁷⁸.

Qui devrait alors désigner cet expert ? Trois solutions sont envisageables.

⁷⁵ CA Versailles, 13^e chambre, 17 janvier 2002 : *Droit et Patrimoine* mai 2002, n° 104, p. 97, note D. Poracchia. L'arrêt estime de façon pour le moins originale que les actionnaires qui critiquent l'avis, qu'ils prétendent non documenté, ne sont pas recevables à rechercher la responsabilité des administrateurs car ils sont des « tiers » et ne démontrent pas la « faute détachable des fonctions » commise par les administrateurs !

⁷⁶ V. Article 231-19 du RGAMF.

⁷⁷ La Cour d'appel de Paris n'entre pas dans ces considérations et valide purement et simplement un avis émis par un conseil composé d'administrateurs siégeant également au conseil de la société mère auteur de l'offre : CA Paris, 1^{ère} chambre, section H, 19 octobre 1999 (*Primagaz*) : *D. Affaires* 2000, n° 6, *Actualité Jurispr.*, p. 87, note M. Boizard ; *Banque et droit*, n° 69, p. 45, note H. de Vauplane ; *Bull. Joly bourse* 2000, p. 68, note P. Le Cannu ; *JCP E* 2000, p. 364, note A. Viandier ; *Bull. Joly bourse* 2000, p. 163, note J.-J. Daigre

⁷⁸ Ce qui explique pourquoi cet expert, qui doit notamment examiner les travaux du banquier conseil, est le plus souvent sélectionné par ce dernier. La nouvelle réglementation n'a pas changé véritablement cette situation.

- Investir le juge du pouvoir de désigner l'expert, comme il est prévu par ailleurs aux articles 1592 et 1843-4 du Code civil, ou bien, dans le cas du commissaire à la fusion, à l'article L236-10 du Code de commerce.
- Faire désigner l'expert par l'AMF. L'une des missions essentielles de l'Autorité en cas d'offre publique consiste (art. 231-3 RGAMF) à veiller au respect des principes d'égalité de traitement des actionnaires, d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions. Or ces principes ne sont plus respectés lorsque l'offrant propose à ses coactionnaires un prix inéquitable qui les lèse et qui l'enrichit à leur détriment. L'AMF serait dans son rôle en procédant à cette désignation et en choisissant parmi les professionnels ceux dont les travaux antérieurs ont satisfait aux contrôles de qualité et aux exigences d'objectivité.
- Confier la désignation aux seuls administrateurs « indépendants »⁷⁹, lorsque le conseil de la société visée est doté de telles personnalités et que leur indépendance est avérée⁸⁰. C'est la solution dictée par le problème à résoudre et qui a clairement notre préférence : en effet, quand certains administrateurs se trouvent en situation de conflit d'intérêts, ils doivent s'abstenir⁸¹ de délibérer et ne pas participer à la nomination de l'expert chargé de gérer leur propre conflit. Cela explique que l'on ait pu voir des administrateurs indépendants réclamer leur propre expert pour les éclairer sur les conditions financières de la transaction en cause, alors même qu'un expert indépendant avait été officiellement désigné⁸². Procédant **seuls** à la nomination de l'expert, les administrateurs indépendants pourront coopérer à ses travaux, ce qui tout à la fois contribue à l'indépendance de l'expert vis-à-vis des sociétés initiatrice et visée et favorise la recherche, au besoin par négociation, du prix équitable.

L'expert indépendant, dont la nomination ne serait plus dans la dépendance de ceux qui sont en conflit entre leur devoir d'administrateur et leur intérêt auprès de l'offrant, pourrait alors plus librement apporter la valeur ajoutée que les destinataires de l'offre attendent de ses travaux et obtenir en contrepartie une rémunération justifiée par le service effectif rendu.

2) Des conditions de travail médiocres

Le groupe de travail de l'AMF avait identifié un certain nombre de faiblesses dans le système de l'expertise indépendante ancienne formule : une désignation trop tardive pour que l'expert puisse travailler suffisamment et ait un impact véritable sur les termes de la transaction, des procédures

⁷⁹ L'administrateur indépendant est, à notre sens, parfaitement défini par J.-F. Lepetit (*Le rôle du contrôle institutionnel au plan national*, Bull. mens. COB janvier 2003, n° 375, p. 4) : « C'est celui qui peut et sait quand il faut dire non ».

⁸⁰ Pour un exemple de nomination par « un comité ad hoc composé de deux administrateurs indépendants » (OPA de Camélia Participations sur Prosodie, Décision AMF du 9 janvier 2007)

⁸¹ Le rapport du groupe de travail AFEP – CNPF de juillet 1995 sur *Le conseil d'administration des sociétés cotées* énonce, sous la rubrique *Les droits et obligations des administrateurs*, que « L'administrateur a l'obligation de faire part au conseil de toute situation de conflit d'intérêt même potentiel et doit s'abstenir de participer au vote de la délibération correspondante ». Le rapport du Groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés, intitulé *Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés*, remis en novembre 2002 et le plan d'action de la Commission des Communautés européennes de mars 2003 en vue de la *Modernisation du droit des sociétés et du renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne* prévoient tous deux que « dans les domaines clés où il existe d'évidence un risque de conflits d'intérêts pour les administrateurs des sociétés cotées ... les décisions doivent être prises exclusivement par des administrateurs extérieurs ou des membres du conseil de surveillance majoritairement indépendants ».

⁸² Deux cas ont été rendus publics, se rapportant à la fusion entre les AGF et Allianz et à l'acquisition de Générale de Santé. Dans le cas des AGF, le « comité des conventions » auquel ont été invités à participer l'ensemble des administrateurs indépendants afin qu'ils puissent exprimer leur avis avait mandaté une banque et un cabinet d'avocats pour le conseiller, alors même que le conseil d'administration avait désigné un expert indépendant dont la procédure de nomination avait fait l'objet d'interrogations rendues publiques dans une lettre du cabinet Deminor datée du 25 janvier 2007.

de contrôle de qualité inexistantes dans bien des cas, des honoraires trop faibles pour permettre une analyse approfondie. Toutes ces faiblesses expliquaient la piètre considération dont pâtissaient les expertises indépendantes. L'observation des pratiques actuelles montre que la situation ne s'est pas significativement améliorée.

a) Une désignation encore trop tardive

En application du paragraphe II de l'article 262-1, l'expert doit disposer d'un « délai suffisant » pour élaborer son rapport. Ce délai doit être fixé « en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition » et il doit être au minimum de 15 jours de négociation. Le délai réglementaire de 15 jours est bien entendu respecté, mais dans la pratique, il est rare que l'expert dispose de beaucoup plus de temps, même pour les dossiers les plus complexes. De manière curieuse, l'expert dispose de moins de temps que la banque d'affaires pour réaliser son travail d'évaluation avec un niveau d'information moindre.

Cette situation peut conduire à des évaluations de qualité insuffisante. Dans certains cas, deux à trois semaines d'analyse ne permettent pas de leur donner la profondeur nécessaire. Il faut beaucoup de temps pour collecter l'information pertinente, rechercher des sources externes auxquelles la confronter, procéder aux nombreux entretiens, mettre en œuvre les différentes méthodes et vérifier les calculs et analyses, se forger une conviction sur la conclusion à retenir⁸³ et enfin rédiger un rapport pédagogique. Comme le rappelle le Rapport Naulot, cet exercice « demande du temps car la conviction de l'expert se forge progressivement à mesure que se forme le faisceau d'indices réunis au cours de l'analyse »⁸⁴.

En outre, si l'on voulait que l'expert joue véritablement un rôle d'éclairage du conseil, il faudrait que sa désignation intervienne beaucoup plus en amont dans le processus de transaction afin qu'il puisse s'exprimer sur les conditions financières de l'offre avant que celles-ci ne soient définitivement fixées. Dans la plupart des cas, l'expert intervient à la fin de la négociation et n'a d'autre alternative que d'approuver les conditions ou de remettre en cause l'opération. Non seulement cette position ne permet pas de travailler sereinement, mais en plus elle conduit à une prestation sans aucune valeur ajoutée pour l'entreprise.

b) Un contrôle de qualité insuffisant

Deux types de contrôle avaient été identifiés dans le Rapport Naulot :

- un contrôle a priori qui consisterait à faire une analyse critique de l'opinion de l'expert avant la délivrance de son rapport. Réalisé par un comité issu de sa structure ou bien par un comité externe réuni par exemple au sein d'une association professionnelle, il permettrait à l'expert de conforter son opinion. L'une des ambitions de l'AMF était l'extension de la pratique du « *fairness committee* » des banques d'affaires à tous les experts indépendants. L'intention était louable, mais il s'agit d'un système très éloigné de la pratique française : composés d'évaluateurs, mais aussi de banquiers spécialisés dans le secteur et de juristes, le comité d'attestation d'équité participe à la réflexion finale de l'équipe chargée de l'évaluation. La pluridisciplinarité de sa composition lui permet d'intégrer le contexte transactionnel dans l'analyse. L'attestation d'équité est alors le produit du travail d'une équipe et non plus celui d'un expert isolé.
- un contrôle a posteriori qui examinerait si les diligences requises ont bien été effectuées. On peut imaginer que ce contrôle soit effectué par une organisation professionnelle et/ou par le régulateur. Naturellement, ce contrôle arriverait un peu tard si l'on s'apercevait que des fautes ont été commises dans la mise en œuvre de l'expertise. Des sanctions

⁸³ Un temps consacré à la maturation de l'opinion est nécessaire à sa qualité. L'expert a besoin de prendre du recul avant de figer son opinion. Les délais lui permettent rarement de le faire.

⁸⁴ V. Rapport Naulot, p.23

pourraient être prises à l'encontre des experts fautifs, mais il ne serait bien sûr pas possible de revenir sur l'opération elle-même.

Or la nouvelle réglementation reste très silencieuse sur toutes ces questions. Le contrôle qualité est évoqué uniquement comme l'une des dimensions du code de déontologie dont les associations professionnelles doivent se doter. Compte tenu de la complexité de la mise en place d'un contrôle a priori dans une association professionnelle, on peut penser que seul un contrôle a posteriori pourrait être organisé. Comme le montrent les exemples d'autres professions (comme les commissaires aux comptes) ce type de contrôle ne peut être que formel. Le fond d'une évaluation échappera toujours à un examen critique⁸⁵.

Malgré le silence de la réglementation, les experts ont généralement pris l'initiative d'organiser des procédures de contrôle de qualité qui peuvent être décrites succinctement dans leurs rapports. Il s'agit généralement d'une « revue indépendante » effectuée par un associé n'ayant pas pris part à la mission dans une philosophie proche de celle mise en place par les commissaires aux comptes⁸⁶. Dans les structures les plus légères, certains experts indépendants ont organisé une revue effectuée par des personnalités extérieures. Ces procédures sont de nature à améliorer les travaux pour autant qu'elles soient confiées à des professionnels ayant une expérience en matière d'évaluation. Elles restent cependant inopérantes pour l'émission d'une attestation d'équité ayant les caractéristiques décrites plus haut car elles ne sont pas conçues comme pouvant avoir un vrai rôle dans l'élaboration de l'opinion elle-même.

c) Des honoraires souvent dérisoires

Dernière faiblesse : les honoraires des experts. Le Rapport Naulot avait souligné la faiblesse des honoraires perçus par les experts indépendants. L'AMF a calculé que la moyenne des honoraires perçus en 2002 et 2003 était de 35 000 euros (avec un minimum de 6 000 euros et un maximum de 150 000 euros). Il est vrai que l'expert n'était pas censé faire une véritable évaluation mais plutôt jouer un rôle de vérificateur. A présent, on lui demande d'effectuer un travail d'évaluation dont on décrit plus haut la complexité. Bien que son rôle, et donc son exposition, aient été théoriquement renforcés, le niveau de sa rémunération ne s'est pas accru en proportion puisque la médiane des honoraires perçus s'est élevée à 55 000 euros⁸⁷. Ce montant est inférieur à celui perçu par un évaluateur lorsqu'il procède à des évaluations formelles de nature comptable comme l'allocation d'un prix d'acquisition par exemple. Il reste aussi très inférieur aux opinions produites par les banquiers d'affaires, opinions qui ne peuvent avoir la dénomination d'attestation d'équité. On arrive donc à cette situation paradoxale que l'évaluation conçue par l'AMF comme une pièce maîtresse pour la bonne gouvernance des entreprises, l'information du marché et la défense des actionnaires fait l'objet d'une sous-valorisation manifeste !

Cette situation est préoccupante car elle crée un cercle vicieux : les évaluateurs ne peuvent pas avoir une valeur ajoutée positive lorsque leurs honoraires sont insuffisants et les émetteurs n'ont aucune raison de payer des travaux qui leur apparaissent redondants par rapport aux opinions et analyses produites par leurs banques conseils. Les conditions dans lesquelles les experts sont nommés viennent renforcer ce mécanisme : les banques conseil n'ont pas intérêt à mettre dans le processus de la transaction un expert indépendant utile aux administrateurs. Seul un contrôle plus

⁸⁵ Le Rapport Naulot prévoyait la mise en place d'un contrôle à posteriori par le régulateur (page 19). Les points couverts sont essentiellement des questions de forme et non de fond.

⁸⁶ Certains experts mentionnent l'existence d'un comité d'attestation d'équité (Offre sur Euronext) et la mise en œuvre conjointe d'une revue indépendante et d'un comité d'attestation d'équité (Offre Publique mixte simplifiée d'Allianz sur AGF)

⁸⁷ La moyenne s'est élevée à 70 000 euros. Cette moyenne a été calculée en retirant de l'échantillon les deux attestations les plus complexes dont les honoraires ont été les plus importants (Opérations Euronext et AGF). En les réintégrant, la moyenne grimpe à 125 000 euros, montant qui reste faible compte tenu du travail d'évaluation approfondi que l'expert est censé faire. Toutes offres comprises, la médiane s'élève à 55 000 euros. La médiane des offres contraignantes (OPR-RO) est de 50 000 euros.

strict du régulateur (ou une intervention du juge) semble à même d'arrêter cette logique qui ne sert ni les intérêts de l'entreprise, ni ceux des actionnaires.

3) *Un métier d'expert indépendant qui reste à professionnaliser*

On a vu la complexité de la mission qui est confiée à l'expert. Les compétences qu'il doit mettre en œuvre sont multiples : maîtrise des techniques financières et d'évaluation, compréhension intime des processus transactionnels, capacité d'analyse de la dynamique des fusions-acquisitions dans le secteur en cause, aptitude à intégrer des éléments contextuels et juridiques dans une analyse financière... C'est le rôle du « *fairness committee* » des banques d'affaires d'accompagner l'équipe chargée de l'analyse en lui donnant toutes les perspectives nécessaires à l'élaboration d'une opinion complète. En écrivant que l'expert indépendant devait avoir « une expérience professionnelle reconnue des marchés financiers et de l'évaluation », le Rapport Naulot mettait l'accent sur une évidence : être attestateur d'équité est un métier, au même titre que les autres professions techniques qui interviennent sur ces opérations complexes (comptables, avocats...).

Or, à la différence d'un pays comme les Etats-Unis, la France n'a pas mis en place une vraie profession d'évaluateurs financiers avec une organisation chargée d'édicter des règles de conduite et d'élaborer un système de formation débouchant sur un diplôme professionnel⁸⁸. Dans ces conditions, l'expertise indépendante s'est structurée autour de la « profession du chiffre », c'est-à-dire la profession comptable.

Les compétences et l'expérience comptables n'étant pas forcément qualifiantes pour exercer un métier d'attestateur d'équité, les experts français issus du monde de l'audit ont réalisé des efforts importants pour acquérir les connaissances nécessaires à l'exercice de la profession d'évaluateurs. En effet, de nombreux raisonnements financiers utilisés dans le cadre d'une évaluation s'écartent des raisonnements strictement comptables. Evaluer une entreprise, c'est s'interroger sur un futur incertain et intangible. La comptabilité éprouve un certain inconfort devant la nécessité de faire⁸⁹, des paris sur l'avenir obligation méthodologique pour le financier. La culture financière est donc bien différente de la culture comptable.

Cependant, avec l'application des normes IFRS (émergence de la juste valeur comme concept central de la comptabilité), l'évaluation est entrée en force dans les comptes des entreprises. La production des comptes requiert des compétences comptables et financières. C'est la raison pour laquelle les grands cabinets d'audit ont tous mis en place des structures composées d'évaluateurs professionnels pour épauler leurs auditeurs. Ce mouvement est donc appelé à s'amplifier rendant plus nécessaire que jamais une évolution (voire une révolution) culturelle de tous les intervenants chargés de missions d'expertises indépendantes.

Mais, ainsi qu'on l'a écrit plus haut, des questions fondamentales sur la nature de l'évaluation à conduire dans le cadre d'une attestation d'équité restent posées. Compte tenu de leur complexité, et au regard de la pratique actuelle de l'évaluation indépendante en France, l'évolution culturelle que l'on vient de décrire devra être poursuivie encore plus sérieusement pour y répondre. L'absence d'une véritable profession d'experts financiers indépendants constitue un frein important à l'adaptation de nos approches pour qu'elles soient vraiment utiles aux actionnaires et aux administrateurs.

⁸⁸ La Société Française des Evaluateurs est une association qui regroupe tous les professionnels ayant l'opportunité de réaliser des évaluations (experts, mais aussi directeurs financiers, universitaires, analystes financiers, banquiers ...). La population des experts indépendants français semble trop limitée numériquement pour justifier économiquement l'existence d'une association professionnelle structurée comme celle mise en place par les Etats-Unis (l'American Society of Appraisers).

⁸⁹ L'analyse des comptes d'une entreprise peut faire l'objet d'une triple lecture : comptable, économique et financière qui met en valeur des différences souvent importantes. Pour une présentation très complète V. Pierre Vernimmen, Pascal Quiry et Yann Le Fur, *Finance d'entreprise*, Dalloz, 6^{ème} édition, 2005, Chapitre 9.

Un outil à géométrie variable ?

Au terme de cette étude, force est de constater que l'attestation d'équité est un outil à géométrie variable tant par son contenu que par son utilisation. Mais la variété des conditions dans lesquelles se déroulent les transactions publiques ne peut justifier l'hétérogénéité actuelle des procédures de désignation de l'expert, des exceptions faites à la règle d'une stricte indépendance, des conceptions en matière d'équité financière, des niveaux de qualité et de transparence des rapports d'évaluation.

Cette hétérogénéité est préoccupante même s'il est vrai que la nouvelle réglementation n'a qu'un an d'existence. Elle soulève des questions graves en matière de protection des actionnaires minoritaires, de gouvernance d'entreprise et au bout du compte de légitimité du système économique libéral que nous souhaitons maintenir. Elle crée un décalage avec les marchés financiers des autres pays développés plus soucieux que nous de mettre en place une éthique des affaires et d'assurer une stabilité des règles de droit.

Les émetteurs comme les investisseurs ont besoin de règles du jeu claires. Seule l'AMF, par une analyse plus exigeante des rapports d'experts qui lui sont soumis, parviendra à les établir. Elle doit en particulier s'attacher à répondre aux questions non encore résolues présentées plus haut et favoriser l'émergence d'une profession d'experts indépendants. Lorsqu'il est saisi, le juge doit lui aussi s'efforcer d'avoir un regard critique sur les travaux de l'expert. Pour l'instant, ce dernier n'a qu'une obligation de moyen. Il est irresponsable « sauf en présence d'une erreur grossière de nature à priver de toute valeur technique l'attestation d'équité litigieuse⁹⁰ ». Encore faut-il que le plaignant puisse prouver qu'il existe un lien de cause à effet entre la faute de l'expert et le préjudice qu'il estime avoir subi. Il nous semble qu'il existe à présent un consensus suffisamment large sur les techniques d'évaluation et le rôle de l'expert dans l'information des marchés pour mettre en cause ses travaux s'ils n'ont pas été menés professionnellement.

En affirmant de manière claire que l'expert est un maillon essentiel dans l'information des actionnaires, et en précisant les conditions de son intervention, la nouvelle réglementation donne à l'AMF et au juge les arguments nécessaires pour attendre de l'expert que ses travaux qui participent au crédit de l'opération soient conduits « avec une diligence à la hauteur de la confiance que (son) intervention doit susciter auprès des actionnaires »⁹¹. Il ne leur reste plus qu'à les utiliser.

Les opinions développées dans cet article le sont à titre personnel et n'engagent que leurs auteurs. Elles ne représentent pas nécessairement la position de HLHZ.

14 septembre 2007

⁹⁰ CA Chambéry, ch. Civ., 2 mai 2000 : Juris-Data n° 2000-138777.

⁹¹ Sur la responsabilité civile des évaluateurs, V. TC Paris, 1^{ère} chambre B, 9 octobre 2006 : Droit des sociétés, Revue mensuelle LexisNexis Jurisclasseur, mai 2007, n° 96, Sociétés Commerciales p. 27, note H. Hovasse précitée.