

## L'EXPERTISE INDÉPENDANTE DANS LES RESTRUCTURATIONS FINANCIÈRES DE SOCIÉTÉS COTÉES

Laurent Faugérolas, *Avocat associé, Willkie Farr & Gallagher LLP*  
Jean-Florent Rérolle, *Managing Director, Houlihan Lokey*.  
Propos recueillis par Marija Drimitrijevic

Jean-Florent Rérolle est *Managing Director* de Houlihan Lokey, l'une des principales banques d'affaires spécialisées en matière d'évaluation indépendante. Il est intervenu à la demande de l'AMF, en qualité d'expert indépendant pour apprécier les conditions financières de la restructuration de Thomson (devenue Technicolor). L'opinion rendue le 15 décembre 2009 a été intégrée au rapport du conseil d'administration soumis à l'assemblée générale des actionnaires qui s'est tenue le 27 janvier 2010.

Laurent Faugérolas, Avocat associé au Cabinet Willkie Farr & Gallagher LLP, est intervenu dans l'expertise indépendante menée par Houlihan Lokey, en qualité de conseil juridique de cette dernière.

Houlihan Lokey a été désigné par le conseil d'administration de Thomson pour mener une expertise indépendante volontaire. Pouvez-vous nous expliquer dans quel contexte cette expertise a été menée ?

**JFR :** L'AMF a suggéré cette expertise comme elle l'avait fait par le passé pour Eurotunnel, dossier dans lequel nous avons été missionnés et où elle avait aussi fortement prôné la désignation d'un expert. Cette nomination s'est faite en dehors des cas prévus par le règlement général de l'AMF. L'idée était que l'expert puisse « décoder » une opération à la fois complexe et d'une grande importance pour les actionnaires minoritaires, qui ne sont pas toujours bien informés. A ce souci de transparence financière s'ajoutait un objectif pédagogique.

Houlihan Lokey a essayé de préciser la portée d'une telle mission en définissant son rôle comme étant d'émettre une opinion sur le point de savoir si la restructuration envisagée par Thomson était dans l'intérêt de la société et dans celui de ses actionnaires.

**LF :** Or, il n'est pas du tout évident que les deux intérêts se rejoignent. Il fallait donc vérifier que cette exigence ne comportait pas de contradiction. Cette opération ne devait pas sacrifier totalement l'intérêt des actionnaires mais, en même temps, la pérennité de la société devait être clairement assurée. Il s'agissait de valider que ce plan de restructuration était de nature à permettre à Thomson de survivre. La question pouvait être ainsi formulée : les conditions financières de l'opération permettaient-elles de faire face aux problèmes rencontrés par la société et ces conditions étaient-elles acceptables, malgré de nécessaires sacrifices par les actionnaires ? Ce qui est apprécié en l'occurrence, c'est le caractère acceptable de l'opération (je ne dis pas « équitable ») d'un point de vue financier.

**JFR :** Il ne s'agit donc pas d'une attestation d'équité, au sens de la réglementation boursière, mais d'une expertise indépendante. En effet, déjà dans un contexte normal, le concept d'équité est flou et susceptible de multiples interprétations. Dans un contexte de crise où il s'agit de la survie d'une société, ce concept est encore plus évanescent. Le plan de restructuration est l'aboutissement

d'un processus de négociations complexes. Les principaux termes de l'Accord qui en résultent sont le fruit de compromis multiples et il est difficile de porter un jugement sur leur équilibre global. L'expert ne peut pas émettre une opinion sur la façon dont une direction générale ou un conseil d'administration d'une entreprise en difficulté financière ont arbitré entre de multiples contraintes dont beaucoup ne peuvent pas faire l'objet d'une analyse objective. Il ne peut pas non plus se mettre à la place des négociateurs en imaginant des solutions qu'il estimerait, à posteriori, meilleures que celle qui a été retenue.

En revanche, il peut analyser objectivement si le résultat qui est proposé aux actionnaires est dans l'intérêt de leur société au jour où ils doivent se prononcer et il peut évaluer les conséquences de leur décision d'approuver ou de rejeter le plan. Nous avons éclairé les actionnaires sur un plan précis de restructuration, tel qu'arrêté par le conseil d'administration, et nous avons cherché à mesurer les conséquences du rejet de ce plan.

### Faut-il rendre ces expertises obligatoires ?

**LF :** À mon sens, il y a suffisamment de textes et je ne suis pas partisan d'une énième réglementation. Il existe actuellement dans le règlement général de l'AMF un cadre de l'attestation d'équité en cas de conflits d'intérêts en matière d'offres publiques et lors d'une OPRO. Ce cadre est suffisant. Il ne faut pas imposer une expertise indépendante dans tous les cas de problèmes financiers d'une société cotée. C'est en effet un coût supplémentaire pour une société en difficulté et il faut réserver l'expertise aux cas particuliers, les plus complexes.

En l'espèce, Houlihan Lokey s'est volontairement placé dans les conditions prescrites par le règlement général de l'AMF pour attester de sa propre indépendance et mener ses diligences, ce qui prouve que nous avons une réglementation cadre qui est tout à fait applicable à différentes situations.

**JFR :** Je suis du même avis : il ne faut pas obliger toutes les sociétés à recourir à un expert indépendant. L'intervention d'un expert est utile en cas de conflit d'intérêts ou en cas de suspicion d'un tel conflit, ainsi que pour les opérations les plus complexes. Et c'est bien le cas en matière de restructuration.

**LF :** Il me semble qu'en toute hypothèse, l'AMF peut réclamer une expertise si elle l'estime nécessaire. Une de ses missions est en effet d'assurer la bonne information du marché. Elle peut donc demander une expertise indépendante si elle considère que le marché n'est pas suffisamment informé (cf. le dossier Belvédère), y compris par voie d'injonction.

**JFR :** Je partage cette analyse. L'AMF ne se doit d'imposer la désignation d'un expert indépendant hors cas spécifiques de son Règlement Général que dans certaines situations « tendues ».

### Quelle est aujourd'hui la part d'expertises indépendantes volontaires ?

**JFR :** Il y a très peu d'exemples d'expertises diligentées volontairement par les sociétés et qui soient réalisées par des intervenants indépendants, c'est-à-dire n'ayant aucun intérêt dans la réalisation de l'opération ou n'ayant pas de liens avec l'une des parties prenantes à celle-ci.

**LF :** Dans les années 1990, la COB avait identifié des hypothèses dans lesquelles elle recommandait le recours à l'expertise indépendante. Cela visait essentiellement les opérations intra-groupes et les émetteurs se pliaient à cette recommandation. Lorsque la loi a permis l'offre

publique de retrait obligatoire, le cadre de l'expertise indépendante est devenu plus précis. Puis, la mission de l'expert a été étendue à toute offre, en prévention des conflits d'intérêts. Ici, il n'y a pas de situation de conflits d'intérêts, il s'agit volontairement d'éclairer les actionnaires.

Le rapport ne se prononce pas sur un certain nombre de questions très importantes, telles que les avantages de cette restructuration par rapport à toute autre alternative pouvant exister ou encore les conséquences fiscales ou juridiques de la restructuration. Pourquoi ?

**JFR** : La question qui nous était posée était celle de savoir si ce plan (et pas un autre) résolvait les difficultés financières auxquelles était confrontée Thomson, et ce qui aurait probablement pu se passer du point de vue patrimonial pour les actionnaires si ce plan n'avait pas été adopté. Aussi avons-nous répondu à la question des solutions alternatives offertes aux actionnaires à l'instant où ils devaient se prononcer sur le plan. En revanche, il était impraticable et inutile de prendre en considération toutes les solutions possibles ou étudiées au cours des négociations.

**LF** : Les aspects juridiques et fiscaux ne concernent pas l'expert financier qui n'a pas à dire le droit. La mission précise de l'expert était en l'espèce d'examiner les conséquences financières d'un plan de restructuration. Si ce plan change, la mission devient alors caduque. Mais l'expert doit aussi anticiper les conséquences de l'échec éventuel du plan.

**JFR** : Il y a néanmoins des imbrications importantes entre les problématiques financières et les problématiques juridiques et fiscales. D'une part, il apparaît évident que l'expert doit tenir compte des conséquences légales d'une situation financière. D'autre part, il doit être capable de traduire en termes financiers les différents scénarios juridiques envisageables dans un contexte de restructuration financière. D'où les interactions nombreuses avec nos avocats. Dans le cas de la restructuration de Thomson, l'appréciation de l'intérêt du plan pour les actionnaires commandait d'identifier précisément sur le plan juridique les cas de figure qui se présentaient à eux en cas de refus d'un tel plan. L'éclairage de notre avocat s'avère crucial dans cette situation où il convient de chiffrer les incidences d'un plan de sauvegarde qui aurait pu être imposé par le juge ou les issues possibles d'une procédure de redressement judiciaire.

Jean-Florent Rérolle, votre mission consistait à donner une opinion sur l'intérêt de la restructuration pour la société et pour ses actionnaires actuels. Vous avez souligné l'absence de définition légale de la portée de votre mission, vous conduisant à définir le concept d'«intérêt». Faut-il retenir le concept d'intérêt social ?

**JFR** : Dans cette mission, l'intérêt a été défini en fonction du contexte. Nous y avons consacré de longs développements en introduction du rapport. La portée de nos conclusions a également été précisée. L'intérêt social est une construction jurisprudentielle. La notion est appréciée *in concreto* par le conseil d'administration, sous le contrôle du juge. Dans la mesure où notre mission ne relevait pas d'un cadre précis d'intervention, nous nous sommes efforcés de définir ce que nous entendions par «intérêt» afin que notre démarche soit la plus objective et la plus transparente possible. Pour Thomson, il s'agissait d'analyser une problématique plus précise et plus restreinte que l'intérêt social. L'intérêt social pourrait justifier que celui des actionnaires soit totalement sacrifié (par exemple, dans une réduction de capital à zéro). Ici, il fallait s'assurer que l'intérêt de l'entreprise et celui des actionnaires étaient simultanément respectés.

En termes de responsabilité, que risque l'expert ?

**LF** : Par définition, l'expert indépendant doit mener sa mission avec professionnalisme. Il apparaît qu'il est à l'abri d'une action en responsabilité si ses diligences sont sérieuses, sa

méthodologie est bonne, et enfin si elle est expliquée et cohérente. Il relève d'une obligation de moyens.

Le cadre réglementaire actuel vous paraît-il satisfaisant, notamment au regard du droit anglo-saxon ?

**JFR** : Le droit américain n'est pas forcément un bon exemple. Les banques d'affaires qui mènent ces expertises sont trop souvent intéressées à la transaction. En France, le dispositif est beaucoup plus exigeant en matière d'indépendance et de transparence. Mais l'AMF devrait faire évoluer ses recommandations car il y a quelques éléments discutables. Je pense notamment au temps donné à l'expert pour mener sa mission : à mon sens il faut accorder à l'expert au minimum 20 jours de bourse (il est actuellement de 15 jours). Plus l'expert travaille en amont, plus il peut peser sur les choix effectués. Ensuite des dispositions devraient être prises pour enrayer la tendance actuelle de l'expertise indépendante à adopter des approches souvent mécaniques et convenues. Enfin, il faut revoir le processus de décision qui conduit au choix de l'expert. Celui-ci devrait être choisi par le conseil sur la proposition d'un comité d'administrateur indépendant ou du comité d'audit.

**LF** : Je pense néanmoins qu'il ne faut pas « découper » à l'envi l'unité collégiale du conseil d'administration qui est fondamentale en droit français, car il faut respecter la loi de la majorité. Le cas échéant, des dérives et des blocages sont possibles par le comportement de certains membres des comités. J'ai ainsi vécu dans des dossiers d'OPA sur des sociétés nord-américaines des comités, composés d'administrateurs indépendants, dépourvus de tout *affectio societatis* et qui ne servaient qu'à privilégier des intérêts minoritaires. Je suis donc de l'avis de Jean-Florent quand il affirme que le système prôné outre-Atlantique n'est pas nécessairement la panacée.

---