





# Houlihan Lokey

- Banque d'investissement créée en 1970
- 700 personnes, 11 implantations (dont Londres, Paris et Francfort)
- **3 métiers:**
  - Evaluations financières : n°1 en fairness opinions depuis 6 ans
  - Conseil en Fusions-Acquisitions et recherche de financement : n° 1 dans les opérations de « middle market » aux Etats-Unis
  - Conseil en restructuration de dettes : leader dans le conseil des créanciers
- **Positionnement original**
  - Indépendance
  - Technicité
  - Spécialistes de la valeur et de sa répartition entre les différentes couches de capital

2005 M&A Fairness Advisory Rankings

Rank	Adviser	Number of Deals
1	Houlihan Lokey Howard & Zukin	67
2	JP Morgan	59
3 <sup>(1)</sup>	Morgan Stanley	55
3 <sup>(1)</sup>	Goldman Sachs & Co.	55
5	Lehman Brothers	52
6	Credit Suisse	46
7	Merrill Lynch & Co Inc	45
8	UBS	43
9 <sup>(1)</sup>	Banc of America Securities LLC	36
9 <sup>(1)</sup>	Citigroup	36

2005 M&A Rankings - All US Deals

Rank	Adviser	Number of Deals
1	Goldman Sachs & Co	154
2	Houlihan Lokey Howard & Zukin	129
3	Morgan Stanley	123
4	Citigroup	118
5	Credit Suisse	112
6	Merrill Lynch & Co Inc	110
7	JP Morgan	109
8	Banc of America Securities LLC	106
9	Lehman Brothers	100
10	UBS	95



## Le contexte : des décisions stratégiques risquées

- Des obligations renforcées pour les administrateurs
  - Vigilance et « duty of care »
  - Indépendance
- Les facteurs de risques
  - Des administrateurs insuffisamment informés
  - Un contenu des débats trop pauvre
  - Des conflits d'intérêt mal gérés
  - Des activistes à l'affût
- Conséquences
  - Des décisions stratégiques non optimisées
  - Un risque actionnarial renforcé
  - Une responsabilité des administrateurs potentiellement accrue



# Le paradoxe de la valorisation

- Bien qu'elle soit (ou apparaisse) au centre des transactions et des décisions du Conseil ...
- ...la valeur ne fait pas toujours l'objet d'une analyse approfondie
  - Les considérations stratégiques l'emportent parfois sur les questions financières
  - La dichotomie classique entre les concepts de prix et de valeur permettent de s'abstraire d'étudier sérieusement la valeur fondamentale
  - L'évaluation est souvent réalisée a posteriori pour justifier l'opération et convaincre les actionnaires
- Deux types d'analyse peuvent être produites au conseil:
  - Une évaluation engagée
  - Une évaluation indépendante



# Deux types d'évaluations peuvent être fournies aux administrateurs

- **La fairness opinion « anglo-saxonne »**

- Cadre jurisprudentiel (facultatif)
- Expert choisi par l'entreprise
- Destinataire : le Conseil
- Transaction « fair » d'un point de vue financier
- Valorisation et détermination d'une fourchette
- Approche contextuelle et transactionnelle
- Banques d'affaires
- L'expert peut être engagé ou indépendant
- Motivation : atténuer la responsabilité des administrateurs

- **Les critiques**

- Biais (conflits d'intérêt)
- Contenu informationnel insuffisant

- **L'avis d'équité « à la française »**

- Cadre légal (obligatoire)
- Expert agréé par l'AMF
- Destinataire : les actionnaires minoritaires
- Prix supérieur ou égal à la valeur fondamentale de l'action
- Revue de travaux d'évaluation de la banque et appréciation du prix
- Approche théorique et comptable
- Cabinets comptables
- Expert doit être indépendant
- Motivation : application de la réglementation

- **Les critiques**

- Qualités des attestations d'équité souvent insuffisante
- Des conseils d'administration peu impliqués
- Des prix de retrait contestés



# Les travaux de l'AMF visent à renforcer l'évaluation indépendante

## • Un contexte favorable

- Evolution des méthodes (plus de sophistication)
- Evolution des normes comptables (comparabilité des sociétés)
- Progrès dans la gouvernance des entreprises (administrateurs indépendants)
- Directive européenne OPA

## • Les étapes de la réflexion

- Groupe de travail AMF (Nov. 2004)
- Rapport (Avril 2005)
- Projet de Règlement (Mai 2006)
- Arrêté (28 septembre 2006) homologuant le règlement de l'AMF

## • Les textes de référence

- Un Titre VI dans le livre II du règlement général,
- Une instruction sur l'expertise indépendante
- Une recommandation sur le rôle du Conseil d'administration et la mise en œuvre de l'approche multicritères

## • Les points clés

- Les conflits d'intérêt doivent être traités sérieusement par les conseils
- Le conseil d'Administration est au centre du processus de décision
- Une véritable évaluation est nécessaire pour la motivation du Conseil
- Les évaluateurs doivent être indépendants et professionnels



# L'attestation d'équité devient un outil au service de la gouvernance...

- Une mission stratégique à l'égard du Conseil et des Actionnaires :
  - Le rapport présenté au Conseil est utilisé pour son avis motivé. C'est une garantie d'objectivité.
  - Rôle pédagogique à l'égard des actionnaires : expliquer clairement la démarche mise en oeuvre
- Une mission plus complexe pour éclairer les administrateurs:
  - Opinion pour permettre au conseil d'apprécier les conditions financières de l'offre
  - Evaluation véritable de l'opération
  - Réalisation obligatoire de certaines diligences
    - Discussion du plan d'affaires avec le management
    - Discussion avec les banques conseils et analyse critique des hypothèses présentées
    - Identification des points éventuels de divergence dans le rapport
- Le conseil d'administration est incité à devenir le garant de l'environnement de l'expertise



## ...et les conseils d'administration vont être amenés à y recourir plus fréquemment

- Attestation d'équité obligatoire pour la société visée :
  - Conflit d'intérêt de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du conseil
    - L'intérêt commun des associés doit être privilégié en toute circonstance : recherche et partage équitable du profit social (en fonction des droits de chacun)
    - Un conflit d'intérêt naît lorsque l'on doit choisir entre la satisfaction de l'intérêt commun et un intérêt différent opposé : appauvrissement du patrimoine social ou appauvrissement d'un ou plusieurs co-actionnaires
  - Mise en cause de l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre
- Attestation d'équité facultative pour l'initiateur (ou la société visée)
  - L'AMF « encourage » cette pratique
  - Exemple de situations :
    - Conflits d'intérêt au sein du Conseil
    - Nécessité d'une meilleure information du public ; Complexité de la transaction : structure du deal, nature des actifs, importance du prix payé, « Merger of equal » avec un paiement en numéraire et en actions



# Le Conseil d'administration est le garant de l'environnement de la mission de l'expert

- Désignation le cas échéant d'un comité d'administrateurs indépendants pour superviser l'expert
- Désignation de l'expert
  - Le plus en amont possible (la contrainte de temps est déterminante)
  - Critères de choix: Indépendance, compétence, moyens, réputation
- Rôle dans le déroulement de la mission :
  - Définition de la mission et du temps nécessaire à sa réalisation
  - Garantie de la qualité de l'information donnée par le Management et le comité d'audit (validation du plan d'affaires, appréciation des synergies) et du bon déroulement de la mission (accès au management et le cas échéant à celui de l'initiateur)
- Les actionnaires minoritaires pourraient obtenir des compléments d'information en interrogeant le Conseil



## Au-delà des instructions de l'AMF ...

- Le rapport d'expertise doit comporter les informations suivantes
  - Présentation synthétique de l'expert (si personne morale)
  - Liste des missions d'expertise indépendante au cours des 12 derniers mois
  - Déclaration d'indépendance
  - Mention de l'adhésion à une association professionnelle reconnue (le cas échéant)
  - Montant de la rémunération perçue
  - Description des diligences effectuées (programme de travail, calendrier, liste des personnes rencontrées, sources d'information, personnel associé à la mission)
  - Evaluation de la société et des contreparties de l'offre :
    - Mise en œuvre d'une approche multicritères
    - Respect des principes d'examen critique, de transparence, de cohérence et de pertinence
  - Analyse du travail d'évaluation des conseils de l'initiateur
  - Attestation concluant sur le caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'opération
- Le rapport est présenté au conseil par l'expert indépendant
- Le conseil peut décider que certaines informations confidentielles ne doivent pas être mentionnées dans l'attestation



## ... et de la mise en œuvre de l'approche multicritères classique...

- L'expert est libre de définir la (les) méthode(s) la (les) plus adaptée(s)
- Il doit mettre en application une approche **multicritères** :
  - Les méthodes d'évaluation
  - Les références de valorisation
- ... et il doit respecter les principes suivants :
  - **Examen critique** : l'expert doit demander à la direction de modifier des prévisions irréalistes
  - **Transparence** : information minimale permettant de comprendre les hypothèses d'exploitations utilisées
  - **Cohérence et pertinence**
    - Méthode des multiples (ex: critères de sélection)
    - Méthode intrinsèque (ex: la prise en compte du risque)



## ...l'attestation d'équité est l'aboutissement d'une réflexion très poussée sur la transaction

- La valorisation de la (ou des) société(s) concernée(s)
- L'analyse du contexte et du processus suivi lors de la transaction
- La valorisation de différents scénarios d'intégration, des synergies, des options de croissance et la détermination des conditions de création de valeur
- L'analyse du financement de l'opération et son impact sur la structure financière et le risque financier et opérationnel global de l'entreprise
- L'analyse des éventuelles opérations connexes et leurs conséquences sur la valeur
- L'identification et les raisons de la mise à l'écart des alternatives possibles (avec leur impact sur la valeur de l'entreprise)
- Les risques intrinsèques de l'opération (juridiques, fiscaux, opérationnels financiers ...)
- Les conséquences de l'opération sur les anticipations des investisseurs
- ...



## ...et s'appuie sur un processus structuré

- Vérification de l'indépendance et identification des éventuels conflits d'intérêt
- Entretien avec le représentant du conseil et élaboration du mandat
- Prise de connaissance de l'ensemble des éléments de la transaction (publics et confidentiels)
- Interviews des opérationnels, des banquiers conseils et des avocats
- Interactions avec les autorités de régulation le cas échéant
- Analyses quantitatives et qualitatives sur l'entreprise, ses comparables et les transactions similaires
- Préparation d'un rapport pour le comité d'attestation d'équité (interne)
- Elaboration du rapport destiné au Conseil d'administration et présentation des conclusions
- Publication de l'attestation d'équité



# Faire bon usage de l'expert indépendant

- L'intégration de l'expert le plus en amont possible dans le processus permet:
  - D'optimiser son intervention (compréhension du contexte et du processus)
  - D'identifier très tôt les points de blocage éventuels
- Un expert convaincu par l'équité des conditions financières de l'opération est un atout dans les discussions avec l'AMF
- En cas de difficulté avec des minoritaires, un expert indépendant et de bonne réputation peut calmer le jeu et faciliter le bon déroulement d'une transaction.
- L'attestation d'équité rendue par un expert indépendant peut être utilisée dans la communication financière de l'entreprise
  - Regard pédagogique porté sur l'opération
  - Participation aux réponses fournies aux actionnaires minoritaires par le conseil



# Etre conscient des risques ...

- Refus de l'AMF de déclarer l'opération conforme
  - Expert non indépendant
  - Evaluation insuffisante qui affecte la validité de l'avis du conseil
- Responsabilité renforcée des administrateurs
  - Eléments plus précis sur ce que l'on attend d'eux
- Diffusion d'informations fausses ou mensongères car l'attestation d'équité est un élément d'information du public. (Risques de sanctions AMF pour l'émetteur ou l'expert)
- Risque de réputation: critère de gouvernance, sélection de l'expert, rémunération relative de l'expert par rapport aux autres travaux d'évaluation effectués par les banques conseils
- Mise en cause de la responsabilité de l'expert plus facile grâce à une transparence renforcée :
  - Des techniques de valorisation plus complexes mais aussi plus reconnues
  - L'approche multicritères augmente les risques d'incohérence entre les méthodes
- Les obligations d'information comptable (IFRS) introduisent des risques supplémentaires (politique de communication financière )



## ... mais aussi des opportunités de sécuriser une transaction

- **Assurer la sécurité juridique et le bon déroulement de l'opération**
  - Garantie d'objectivité pour l'émission de l'avis motivé du Conseil
- **Amélioration de l'information des administrateurs**
  - Diversification des sources : analyse indépendante
  - Synthèse juridico-financière de l'opération
- **Enrichissement du débat au sein du conseil**
  - Mise en évidence des alternatives
  - Analyse du risque et de la valeur créée ou détruite par l'opération
- **Amélioration de la prise de décision**
  - Les administrateurs peuvent contribuer pleinement à la décision
  - Opportunité pour la direction de vérifier qu'un oubli majeur n'a pas été fait
- **Protection des administrateurs**
  - Vigilance et diligence renforcée
  - Délibération avec l'ensemble des paramètres disponibles
- **Garantie de qualité pour les investisseurs**
  - Assurance sur la qualité et l'intégrité de la décision prise

