

**DROIT
360°**

**GUY CANIVET
DIDIER MARTIN
NICOLAS MOLFESSIS**

LexisNexis™
 Litec

Les attestations d'équité et expertise indépendante

Maurice Nussenbaum
Thierry Vassogne

Introduction

914. – L'Autorité des marchés financiers (AMF) a introduit dans son règlement général, le 28 septembre 2006 (1), de nouvelles dispositions relatives à l'expertise indépendante.

Situation antérieure

915. – Les dispositions actuelles du règlement général AMF relatives à l'expertise indépendante sont l'aboutissement d'une réflexion de l'autorité de marché ayant connu différentes étapes.

916. – L'expertise indépendante fut d'abord consacrée avec l'introduction, fin 1993, du retrait obligatoire (2). En effet, cette procédure, qui permet à un actionnaire, s'il détient plus de 95 % du capital et des droits de vote d'un émetteur coté, d'acquérir les intérêts minoritaires, requiert la préparation d'un rapport d'expertise. L'expert indépendant, qui était désigné par l'initiateur, quand bien même l'AMF (et auparavant tant le Conseil des marchés financiers – CMF – que la Commission des opérations de bourse – COB) disposait d'un droit d'opposition préalable, devait apprécier le caractère équitable du prix proposé par l'initiateur.

917. – Le recours à une opinion externe s'est depuis lors développé, notamment s'agissant des offres publiques présentant un élément de complexité, et ce que ce soit à la demande de l'initiateur, du Conseil des marchés financiers ou de la Commission des opérations de bourse. Dans ce contexte, la COB a dès 1995, après une consultation de place, émis des recommandations identifiant d'ores et déjà trois types de situations justifiant une attestation d'équité (3). Ces recommandations furent reprises dans l'instruction n° 2002-04 (4), laquelle rappelait toutefois que la préparation d'une telle attestation n'était pas obligatoire (5).

918. – Le groupe de travail créé par l'AMF en 2005 et présidé par Jean-Michel Naulot émet enfin plusieurs recommandations concernant l'évaluation

(1) A. 18 sept. 2006 portant homologation du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

(2) L. n° 93-1444, 31 déc. 1993, portant sur diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers ; CMF, règl. gén., art. 5-5-2.

(3) Bull. COB nov. 1995, n° 296, p. 35.

(4) Instr. n° 2002-04, prise en application du règlement n° 2002-04 modifié, mise à jour en date du 4 décembre 2003.

(5) Instr. 2002, préc. : « (L'attestation d'équité) peut être [nous soulignons] établie à l'initiative de l'initiateur ou de la société visée lorsque l'opération donne lieu à des conflits d'intérêts ou est susceptible de mettre en cause l'égalité des actionnaires, (...) ».

financière indépendante (6), et définit l'expertise indépendante comme une « mission d'appréciation sur les conditions financières proposées dans le cadre d'une opération de rapprochement d'entreprises, qui est confiée à un tiers indépendant des protagonistes de l'opération et qui se conclut par une attestation d'équité ». Ce rapport a fait l'objet d'une consultation de place (7) avant d'être largement repris par les dispositions actuelles du règlement général AMF (8).

Mettant fin à une situation dans laquelle l'intervention d'un expert était occasionnelle, la réforme du régime a imposé l'intervention d'un expert indépendant et a précisé le mode de désignation et les modalités d'intervention des experts (§ 1). La réforme du régime pose en outre les fondations d'une déontologie et d'une démarche qualité des experts (§ 2), ainsi que les méthodes d'évaluation devant être retenues (§ 3).

§ 1. – Le champ d'intervention de l'expertise indépendante et le processus de désignation de l'expert

A. – Le champ d'intervention de l'expert indépendant

919. – L'élargissement du champ d'intervention. Les nouvelles dispositions du règlement général établissent deux grandes hypothèses requérant la désignation d'un expert indépendant, au-delà de l'application volontaire de ce régime :

– dans certains cas d'offres publiques visant la société (V. *infra*, n^{os} 920 et s.);

– lors d'une augmentation de capital réservée présentant une décote par rapport au cours de bourse supérieure à celle autorisée pour les augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription et qui conférerait à un ou plusieurs actionnaires le contrôle de la société émettrice.

Le règlement général AMF ne reprend pas la proposition figurant dans le Rapport Naulot d'imposer la nomination d'un expert indépendant en cas de fusion. Ceci est toutefois en ligne avec la volonté souvent exprimée de ne pas superposer des procédés de vérification.

920. – Concernant les offres publiques d'acquisition, toute société visée par une telle offre doit désigner un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer, au sein de ses organes de direction devant rendre un avis motivé sur l'offre, des conflits d'intérêts susceptibles de nuire à l'objectivité de cet avis, ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs d'instruments financiers visés par l'offre. Si la notion de conflit d'intérêts n'est pas définie, on peut tenter de le faire par référence à la notion de « personne intéressée », de par ses liens de fait ou de droit avec l'initiateur de l'opération, comme en matière de conventions réglementées régies par le Code de commerce. Le texte semble suggérer (« au sein de son conseil (...) ») que la présence d'un seul administrateur « intéressé » rend nécessaire l'inter-

(6) Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées; rapport du groupe de travail de M. Naulot, 13 avr. 2005 (ci-après « Rapp. Naulot »). [<http://www.amf-france.org/documents/general/6035—1.pdf>].

(7) Synthèse des réponses à la consultation publique sur le projet de règlement général relatif aux offres publiques d'acquisition, 21 juill. 2006, [<http://www.amf-france.org/documents/general/7256—1.pdf>].

(8) Rapp. Naulot, préc., V. note 6.

vention d'un expert, ce qui ne tombe pourtant pas sous le sens en cas de présence très majoritaire d'administrateurs indépendants ou du moins non intéressés. De même, s'agissant de l'égalité des actionnaires qui ne peut être mise en cause sans attestation d'équité, on peut s'interroger sur l'étendue de cette exigence d'égalité. Doit-elle prendre en compte des paramètres tels que le temps ou la fiscalité applicable aux porteurs ?

921. – Le règlement général AMF (AMF, règl. gén., art. 261-1) tente d'apporter des précisions en fournissant une liste non exhaustive de situations donnant lieu à expertise que l'on peut regrouper en trois catégories.

922. – Conflit d'intérêts. La première concerne les offres pour lesquelles un conflit d'intérêts existe ou est présumé au sein des organes de direction de la société visée, soit en raison d'un contrôle préexistant exercé par l'initiateur, soit en raison de l'existence entre les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent et l'initiateur d'un accord susceptible d'affecter leur indépendance. S'agissant de la notion de contrôle, le texte se réfère à la définition de l'article L. 233-3 du Code de commerce, et qui comprend donc notamment le contrôle indirect, le contrôle de concert, et le contrôle de fait des décisions d'assemblée générale (présumé si le premier actionnaire détient plus de 40 % des droits de vote). Entrent notamment dans cette catégorie les cas de reprises de sociétés cotées par des fonds d'investissement dans le contexte desquelles des conditions financières spécifiques (rémunération et ré-investissement) sont proposées à des dirigeants.

923. – Offre de rachat. La deuxième vise les offres de rachat initiées par une société sur ses propres titres quand l'actionnaire de contrôle n'apporte pas ses titres à l'offre ; l'expert indépendant intervient pour vérifier que le prix d'offre ne permet pas une relation à bon compte de l'actionnaire de contrôle.

924. – Les cas « atypiques ». La dernière catégorie recouvre les cas « atypiques » comprenant d'une part l'existence d'opérations connexes de nature à avoir un impact sur le prix ou la parité proposés (par exemple le rachat d'un actif, concomitant au changement de contrôle, par l'actionnaire cédant du contrôle). Ils comprennent d'autre part, les offres portant sur des instruments financiers de catégories différentes (actions de préférence, valeurs mobilières composées, etc.) à des conditions de prix pouvant entraîner une rupture d'égalité entre actionnaires, ou encore les offres rémunérées par des instruments financiers complexes autres que des actions donnant accès au capital de l'initiateur ou d'une des sociétés de son groupe. La question à laquelle sera confrontée la pratique sera celle de savoir si, en présence de plus d'une catégorie d'instruments financiers visés par l'offre, le conseil de la société visée dispose, sous réserve de l'examen de conformité mené par l'Autorité des marchés financiers, d'une marge de manœuvre et peut estimer que la situation ne requiert pas la nomination d'un expert (9).

925. – Retrait obligatoire. Le règlement général de l'AMF réaffirme en outre la nécessité de désigner un expert en cas de retrait obligatoire, à l'exception toutefois des cas dans lesquels l'AMF ne se prononce pas sur la conformité du projet de retrait obligatoire, à savoir, (i) le retrait obligatoire faisant suite à une offre pour laquelle une attestation d'équité a déjà été délivrée et (ii) le retrait obligatoire faisant suite à une offre soumise à la procédure

(9) AMF, Rapp. annuel 2007, p. 12C, § d).

normale (par exemple les offres non sollicitées), quand bien même elle n'aurait pas donné lieu à intervention d'un expert, l'absence de rapport étant justifiée par le fait que le marché a *de facto* validé le prix.

926. – La rédaction du règlement général souligne l'interprétation extensive qu'entend donner l'AMF au champ d'application de l'expertise indépendante. Dans le doute, une société visée est incitée à désigner un expert. Le recours à l'expertise indépendante devient dans les faits la règle, l'absence de désignation d'expert semblant en pratique se confiner aux cas des offres non sollicitées.

927. – Difficultés pratiques. La pertinence de cette application extensive peut être débattue dans les deux situations suivantes.

La première est celle de la garantie de cours qui suit une acquisition de bloc de contrôle même en l'absence d'élément de complexité. Si la pratique, depuis la réforme de septembre 2006, tend vers une intervention systématique d'un expert, on peut se demander si cette intervention s'impose réellement, à tout le moins si le prix de négociation du bloc de contrôle est au moins égal au cours du titre et en l'absence, bien entendu, d'élément de complexité.

L'AMF a sur ce point indiqué que l'intervention de l'expert est requise si l'initiateur se réserve la faculté de demander un retrait obligatoire au titre des articles 237-14 et suivants du règlement général (10).

La seconde est celle de la conclusion, au cours d'une offre non sollicitée et initialement rejetée par le conseil de la cible, d'un accord conduisant à la recommandation de l'offre. Le conseil doit-il alors désigner un expert avant de prendre définitivement position ? La réponse doit être à notre avis négative, du moins dans les cas, les plus fréquents, de relèvement du prix de l'offre et en l'absence d'accords particuliers intervenus entre certains membres du conseil et l'initiateur.

B. – La désignation de l'expert et sa mission

1° Le choix de l'expert

a) La nomination

928. – Autrefois souvent désigné par la société initiatrice d'une offre, l'expert indépendant est désormais désigné par le conseil d'administration ou de surveillance de la société visée. L'expert affirme ainsi son rôle de garant de l'intérêt des actionnaires de cette société, et son attestation d'équité devient un outil d'aide à la décision de son conseil quand il se prononce sur l'offre.

Même si en pratique l'expert est nommé par le conseil dans la majorité des cas, dans certaines situations, l'exigence de confidentialité est difficilement conciliable avec une telle procédure. Il ne semble par ailleurs pas exclu que l'expert entame ses diligences avant que sa nomination ne soit ratifiée par le conseil, sous réserve que cela ne nuise pas à son indépendance.

b) Le rôle du conseil d'administration

929. – Le conseil d'administration de la société visée a un rôle prépondérant (11) dans la conduite des travaux d'expertise. En effet, une fois l'expert nommé, le conseil doit « mettre en œuvre les diligences nécessaires en soutien à la mission d'expertise indépendante, (...), ces diligences [devant] être adap-

(10) AMF, Rapp. annuel 2007, p. 119, § b).

(11) Ce rôle existait déjà auparavant, V. *Bull COB* nov. 1995, n° 296, p. 34 et s.

tées à la taille et à la complexité de l'opération » (12). Celles-ci comprennent notamment la validation du plan d'affaires de la société avant de le transmettre à l'expert, le fait de s'assurer de la qualité de l'information fournie à l'expert (13) et d'une manière générale de veiller « au bon déroulement de la mission d'expertise » (14).

Cette mission de supervision peut être déléguée à un comité d'administrateurs indépendants.

Le conseil d'administration, « garant de la bonne exécution de la mission de l'expert », doit également pouvoir fournir des explications aux actionnaires minoritaires une fois l'avis motivé sur l'offre rendu public (15).

2° La mission de l'expert

a) Préparation d'un rapport sur les conditions financières de l'opération

930. – La mission de l'expert réside dans une véritable évaluation financière de la société et de toutes les contreparties de l'offre ou de l'opération concernée (16). Contrairement à la pratique antérieure dans le cadre du retrait obligatoire, l'expert effectue désormais un travail complet d'évaluation, sans se limiter à une revue des travaux effectués, notamment par les banques présentatrices dans le cadre d'une offre publique.

b) Le contenu du rapport d'expertise (17)

931. – Le rapport doit contenir notamment (i) les diligences effectuées dans le cadre de sa mission, comprenant le calendrier d'exécution, le programme de travail, la liste des personnes rencontrées et les diverses sources d'informations utilisées, (ii) l'évaluation faite de la société concernée en fonction des méthodes choisies par l'expert accompagnée d'une analyse du travail d'évaluation réalisé par les conseils de l'initiateur et (iii) une présentation synthétique de l'expert (18) et le montant de la rémunération perçue. Enfin, la conclusion du rapport se présente sous la forme d'une attestation d'équité certifiant le caractère équitable du prix ou des conditions financières de l'opération. Le règlement général précise qu'une opinion qui ne reprendrait pas ces conditions de fond et de forme ne pourra pas être qualifiée d'attestation d'équité.

c) La publicité du rapport

932. – Le rapport est d'abord présenté par l'expert indépendant au conseil de la société visée. Il doit ensuite être porté à la connaissance du public en intégralité dans la note en réponse. La société visée peut toutefois décider de préserver la confidentialité de certaines informations (19). La publicité du rapport est assurée dans le cadre d'augmentation de capital ou de recours volontaire à l'expertise par sa mise à disposition au siège de l'émetteur sur son site Internet et par la publication d'un communiqué (20).

(12) AMF, Recomm. préc.

(13) AMF, Recomm. préc.

(14) AMF, Recomm. préc.

(15) AMF, Recomm. préc. Le conseil d'administration doit permettre « aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent d'obtenir des compléments d'information en interrogeant le conseil d'administration ».

(16) AMF, règl. gén., art. 262-1 ; rapp. Naulot, préc., Recomm. 4.

(17) Instr. n° 2006-08, 25 juill. 2006 ; AMF, Rapp. annuel 2007, p. 119 et s.

(18) Il est tenu de préciser la liste des missions d'expertise indépendante réalisées au cours des douze derniers mois, la mention de son adhésion à une association professionnelle le cas échéant et lorsqu'il est une personne morale, le rapport contient une description de son activité et de son organisation.

(19) AMF, règl. gén., art. 231-19-3.

(20) AMF, règl. gén., art. 262-1.

d) Les délais

933. – À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai « suffisant » pour établir son rapport dépendant de la complexité de l'opération et de la quantité et qualité des informations fournies. Le règlement général AMF précise que ce délai ne peut être inférieur à quinze jours de négociation.

§ 2. – Les conditions d'exercice de la profession d'expert indépendant et l'encadrement de sa mission

934. – Le règlement général renforce la qualité et la pertinence des attestations en favorisant l'indépendance des experts et en promouvant la mise en place de procédures de qualité. L'AMF a, à cet égard, publié une documentation assez précise (21) sur l'encadrement de la mission des experts indépendants et les associations professionnelles agréées.

A. – L'indépendance de l'expert

935. – La réglementation cherche à assurer l'indépendance de l'expert tant d'un point de vue juridique qu'économique. Les informations devant être divulguées dans le rapport visent ainsi à garantir l'indépendance de l'expert.

1° L'indépendance juridique

936. – L'expert désigné par la société visée par une offre ne doit pas être en situation de conflit d'intérêts avec l'une des personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils. Par extension, il ne doit pas intervenir de manière répétée avec les mêmes établissements présentateurs ou au sein du même groupe dès lors que la fréquence de ses interventions est susceptible d'affecter son indépendance (22).

937. – L'instruction de l'AMF dresse une liste non limitative de cas dans lesquels l'expert est présumé être dans une situation de conflit d'intérêts. Tel est ainsi le cas si l'expert : (i) entretient des liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'offre ou l'opération, ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance ; (ii) a procédé à une évaluation de la société concernée au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation, sauf si la seconde désignation constitue un prolongement de la première mission ; (iii) a conseillé l'une des sociétés concernées par l'offre ou une personne contrôlée par elle au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation ; (iv) détient un intérêt financier dans la réussite de l'offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés susceptible d'affecter son indépendance.

On peut constater que cette liste est vaste et peut restreindre significativement la capacité à nommer certains experts. Elle laisse toutefois place à interprétation quant au caractère effectif du conflit d'intérêts, cette interprétation étant du ressort de l'expert lui-même pour autant qu'il fasse preuve de transparence à cet égard (23), le conseil d'administration pouvant décider, le cas échéant, de désigner un autre expert.

(21) AMF, règl. gén., art. 261-4 et 263-2 et s. ; Instr. n° 2006-08, préc., et Recomm. préc.

(22) AMF, règl. gén., art. 261-4, l.

(23) AMF, règl. gén., art. 261-4

938. – L'expert doit inclure dans son rapport une déclaration d'indépendance attestant de l'absence de tout lien connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et son jugement dans le cadre de sa mission (24). L'expert doit mentionner et justifier toute situation de conflit qu'il estimerait insusceptible d'affecter son indépendance et fournir une liste de ses dernières missions d'expertise.

La question de la fréquence admissible de la coopération entre un expert donné et un établissement présentateur ne manquera pas de se poser, l'univers des intervenants n'étant pas infini. Les experts devront donc sans doute mettre en avant le fait que tel ou tel établissement ne contribue qu'à une part raisonnable de son activité. On notera à cet égard la contestation soulevée à l'occasion de l'offre sur Clarins au motif que l'expert désigné l'aurait été sur toutes les opérations de la banque conseil (25), cette contestation conduisant à la nomination d'un nouvel expert (26).

Il semble également que cette appréciation laissée à l'expert quant aux conséquences de la situation de conflit sur son indépendance permette aux prestataires de services d'investissements agissant en qualité d'expert de mettre en avant leurs « murailles de Chine » internes.

2° L'indépendance financière

939. – L'AMF, considérant qu'il existe un conflit d'intérêts quand l'expert est financièrement intéressé à l'opération, recommande que sa rémunération soit forfaitaire et non liée à l'issue de l'offre ou de l'opération, qu'elle soit déterminée en fonction de l'importance et de la complexité de l'opération et qu'elle soit à la charge exclusive de la société objet du rapport. Cette rémunération est publiée dans le rapport de l'expert.

L'expert a donc implicitement la responsabilité de négocier des honoraires suffisants pour lui permettre de fournir des analyses de qualité.

B. – De nouvelles procédures de contrôle des experts indépendants

1° Un contrôle *a posteriori* de l'Autorité des marchés financiers

940. – La réforme du règlement général est à cet égard radicale. L'AMF, dans sa volonté de responsabiliser les acteurs de marché en déléguant le contrôle des experts à des associations professionnelles privées, ne va toutefois pas jusqu'à renoncer à tout pouvoir de contrôle, celui-ci intervenant *de facto* dans le cadre de la procédure de l'examen de la conformité d'une offre. Le contrôle *a posteriori* porte toutefois nécessairement sur les conditions ou les conclusions de l'expertise et, ne semble plus pouvoir porter sur l'expert lui-même. On peut s'interroger sur la position qu'adopterait l'AMF si elle était confrontée à un rapport qui ne remplirait pas strictement les conditions de l'attestation d'équité.

2° Une régulation déléguée de la profession

941. – L'AMF a pour objectif d'imposer à la diversité des intervenants en matière d'expertise indépendante des règles déontologiques et de contrôle

(24) AMF, règl. gén., art. 261-4, II.

(25) Agefi, 24 juill. 2008.

(26) Note en réponse de Clarins SA, visa AMF n° 08-165, 1^{er} août 2008.

similaires à celles déjà mises en place au sein des prestataires de services d'investissement et des grands cabinets issus de l'audit.

942. – À cette fin, l'AMF a délégué le contrôle de la qualité des interventions des experts aux experts eux-mêmes. Ceux-ci peuvent, le cas échéant, adhérer à des associations professionnelles agréées par l'AMF (27). Toutefois, contrairement au régime applicable aux conseillers en investissements financiers, une telle adhésion n'est pas obligatoire.

943. – Il semble, en effet, que les intervenants peuvent organiser en leur sein des procédures adéquates. Alors que l'instruction (28) exige que le rapport de l'expert précise, le cas échéant, s'il a fait l'objet d'un contrôle de qualité par une association agréée, les recommandations de l'Autorité des marchés financiers (29) n'imposent à l'expert que de se doter d'un code de déontologie prévoyant des procédures de contrôle qualité, qui semble pouvoir être propre et pouvant être consulté par toute personne. L'AMF peut également demander à l'expert, dans le cadre de l'examen de conformité du projet d'offre, toute information sur la mise en œuvre du contrôle qualité et de ses résultats. Il est à noter que la proposition du rapport Naulot d'imposer des revues contradictoires des évaluations au sein des cabinets ou dans le cadre d'associations professionnelles n'a pas été reprise par le règlement général.

§ 3. – La mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation

944. – Dans sa recommandation du 28 septembre 2006 modifiée le 19 octobre 2006, l'AMF préconise que l'expert indépendant évalue la société visée par une offre (ou la société qui réalise une augmentation de capital) en utilisant une approche multicritères. Cette approche est rappelée dans l'article 237-1 du règlement général AMF, où il est indiqué qu'à l'appui de l'offre (de retrait obligatoire), l'initiateur fournit à l'AMF une évaluation des titres de la société visée, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs prenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiale et des perspectives d'activité. En pratique, cette approche comprend à la fois la mise en œuvre de méthodes d'évaluation intrinsèques et l'examen de références de valorisation.

945. – Il existe deux familles de méthodes d'évaluation :

- les approches *analogiques* qui consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables ;
- les approches *intrinsèques* qui consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risque propre à celle-ci.

946. – Les références de valorisation complètent l'analyse de l'expert indépendant en la confrontant à des indicateurs de valeurs comme :

- la valeur comptable des actifs ;
- le cours de bourse de la société ;

(27) AMF, communiqués de presse, 21 nov. 2007 relatif à la reconnaissance de l'Association nationale d'experts financiers indépendants (ANDEFI) et 9 avr. 2008 à la reconnaissance de l'Association professionnelle des experts indépendants (APEI).

(28) Instr. n° 2006-08, préc.

(29) AMF, Recomm. préc.

- les opérations significatives réalisées sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation ;
- les cours-cibles des analystes.

Dans la mise en œuvre des méthodes, l'expert indépendant doit respecter les trois grands principes suivants, quelle que soit la méthode retenue.

947. – Principe d'examen critique. L'expert indépendant doit considérer l'ensemble des données fournies par la direction ou les sources externes avec un œil critique. L'expert doit notamment juger du caractère raisonnable du plan d'affaires qui doit être celui qui a été établi et validé par la direction de la société.

948. – Principe de transparence. L'expert doit remettre au conseil d'administration un rapport détaillé présentant son travail et ses conclusions. Le rapport public, plus succinct, doit contenir suffisamment d'informations pour permettre de comprendre le raisonnement de l'expert et les grandes hypothèses retenues. À cet égard, on note que le rapport de l'expert français est souvent plus détaillé que celui de l'expert anglo-américain.

Les sources des informations et des données utilisées par l'expert doivent être clairement indiquées.

Le choix ou l'exclusion d'une méthode ou d'une référence d'évaluation doit être expliqué.

949. – Principe de cohérence et pertinence des informations. L'expert doit s'assurer de la cohérence des paramètres entre eux ainsi qu'avec les sources externes et les informations dont il dispose (à titre d'exemple, cohérence entre taux de croissance des résultats et multiple). Il s'assure de la cohérence du choix de l'échantillon dans les approches analogiques. Le cas échéant, il s'assure également de la cohérence de ces données avec celles des travaux d'évaluation qui auraient pu être effectués préalablement.

A. – Analyse des méthodes d'évaluation : maintien de l'analyse multicritères

1° Approches « analogiques »

950. – L'approche analogique repose sur l'idée que sur un marché fonctionnant de manière concurrentielle, des actifs identiques doivent avoir des valeurs identiques.

Cette approche nécessite de déterminer un échantillon de sociétés cotées ou ayant fait l'objet d'une transaction présentant des caractéristiques similaires en termes d'activité, de rentabilité, et de perspectives de croissance afin de déterminer leurs multiples de valorisation exprimés en fonction de leur résultat (excédent brut d'exploitation, résultat d'exploitation, résultat net) et dans certains cas de leurs chiffres d'affaires. Il est ensuite possible de déterminer, par comparaison, la valeur de l'entreprise étudiée.

951. – La méthode des comparables est utilisée :

- soit pour calculer directement la valeur des fonds propres.

Le multiple le plus couramment utilisé est dans ce cas le *Price Earning Ratio* (PER), qui correspond au rapport entre la capitalisation boursière et le résultat net.

Valeur des fonds propres = PER × résultat net

– soit pour estimer la valeur de l'actif économique (ou VE).

Comme dans la méthode des DCF, la valeur des fonds propres est ensuite obtenue en retranchant la valeur des dettes financières.

La valeur de l'actif économique est en général exprimée comme un multiple du résultat d'exploitation (REX ou EBIT), de l'excédent brut d'exploitation (EBE ou EBITDA) ou encore du chiffre d'affaires (CA) :

$$\text{Multiple} = \text{VE} / \text{Agrégat de référence}$$

Avec :

VE : Valeur d'entreprise (*i.e.* capitalisation boursière ajoutée à la dette nette des disponibilités)

Agrégat de référence : CA, EBITDA, EBIT...

Pour déterminer la valeur d'entreprise de la société considérée, il convient ensuite d'appliquer le multiple au résultat pris pour référence.

$$\text{Valeur d'entreprise} = \text{Agrégat de référence} \times \text{Multiple}$$

2° Approches « intrinsèques »**a) Méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF)**

952. – Les méthodes de rentabilité considèrent que la valeur d'une entreprise est déterminée par sa capacité à générer des flux de revenus pour les différents apporteurs de capitaux (fonds propres et dettes).

953. – La méthode de l'actualisation des flux nets de trésorerie est l'approche par les résultats la plus couramment utilisée. Ce sont les flux de liquidités qui créent de la valeur pour les apporteurs de capitaux d'une entreprise (actionnaires et créanciers).

Cette approche comprend trois étapes :

Estimation des flux nets de trésorerie futurs que l'exploitation de la société est susceptible de dégager :

Flux nets de trésorerie (*Free Cash-Flows to Firm*)

$$\begin{aligned} &= \\ &\text{Résultat d'exploitation} \times (1 - \text{taux d'impôt}) \\ &+ \text{Dotations aux amortissements} - \text{Investissements} \\ &- \Delta \text{ Besoin en fonds de roulement} \end{aligned}$$

Les flux nets de trésorerie (FCFF) sont estimés sur une période de prévisions explicite. Une valeur terminale est calculée pour prendre en compte les flux au-delà de la période de prévision.

Actualisation des flux nets de trésorerie futurs : les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût d'opportunité des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise.

Ce taux correspond à un coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC pour *Weighted Average Cost of Capital* en anglais) qui prend en compte les rémunérations exigées par les différents apporteurs de sources de financement :

$$WACC = K_{FP} \times \frac{FP}{FP + D} + K_D \times (1 - t) \times \frac{D}{FP + D}$$

avec :

KFP : Taux de rendement attendu sur fonds propres

FP : Valeur de marché des fonds propres

D : Valeur des dettes financières

KD : Taux sur les dettes financières

t : Taux d'impôt sur les sociétés

Le WACC dépend du taux d'intérêt sans risque, du risque de l'activité et de la structure de financement de l'entreprise.

Le taux sur fonds propres KFP est estimé selon le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), éventuellement majoré d'une prime d'illiquidité :

$$KFP = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché} + \text{prime d'illiquidité}$$

avec :

R_f : Taux sans risque, usuellement le taux des obligations d'État d'échéance dix ans ;

β : bêta des actions de la société ;

Prime de risque moyenne du marché : elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché dans son ensemble et le taux sans risque ;

Prime d'illiquidité (pour les titres non cotés ou faisant l'objet de transactions limitées).

Remarque : le bêta est une mesure du risque de marché d'un titre, c'est-à-dire de sa sensibilité au mouvement du marché.

Les bases de données (type Bloomberg ou Datastream) fournissent des estimations des bêtas de sociétés cotées.

Le bêta figurant dans les bases de données est un bêta des actions. Le risque d'une action reflète cependant deux types de risque : un risque d'exploitation des actifs réels qu'elle détient et un risque financier qui vient de ce qu'elle émet des emprunts pour financer son actif. Plus une entreprise s'endette, plus le risque de ses actions augmente.

954. – Pour utiliser dans une évaluation les bêtas issus des bases de données, il faut procéder en deux temps :

– déterminer pour chaque société de l'échantillon le bêta de ses actifs, c'est-à-dire le bêta hors risque financier ; en déduire le bêta des actions de la société à évaluer compte tenu de sa structure de financement.

On a :

$$\beta_{\text{Fonds propres}} = \beta_{\text{actif}} \times [1 + (1 - t) \times D / FP]$$

Le calcul de la valeur des fonds propres s'obtient par différence entre la valeur de l'actif économique (auquel on ajoute éventuellement la valeur des actifs hors-exploitation) et le montant des dettes nettes à la date de l'évaluation.

Valeur économique des fonds propres (valeur des titres)

=

valeur de l'actif économique (actualisation des flux nets de trésorerie) – dette financière nette + valeur des actifs hors exploitation.

955. – Cette méthode a l'avantage de prendre en compte les déterminants fondamentaux qui déterminent sa valeur :

- croissance du chiffre d'affaires ;
- rentabilité d'exploitation prévisionnelle ;
- coût des capitaux investis.

b) Méthode des flux de dividendes

956. – Cette méthode, qui constitue également une approche par les résultats, consiste à déterminer la valeur des fonds propres pour les actionnaires par l'actualisation des flux de dividendes distribués. Le taux d'actualisation est alors un taux sur fonds propres.

Elle se réfère à la même logique que la méthode des flux de trésorerie actualisés détaillée ci-avant en ajoutant une hypothèse sur le taux de distribution de la société. Elle peut être écartée lorsque la politique de dividendes prévisionnelle ne peut être prévue avec suffisamment de rationalité.

c) Méthode de l'actif net réévalué ou méthode patrimoniale

957. – La valeur patrimoniale, également appelée « valeur mathématique », s'obtient après correction de la valeur comptable, en substituant aux valeurs figurant au bilan les valeurs réelles de chacun des postes, à l'actif ou au passif.

Elle s'obtient en tenant compte de la « valeur comptable » de l'entreprise et des ajustements qu'il convient d'y apporter. La valeur comptable d'une entreprise correspond au montant de son actif net, tel qu'il résulte du dernier bilan disponible au moment de l'évaluation.

Cette méthode voit son utilisation réduite le plus souvent aux cas des holdings.

B. – Analyse du positionnement du prix d'offre par rapport aux méthodes d'évaluation : l'élargissement de la notion de prix minimum

958. – Le rapport Naulot rappelle que le prix minimum n'existe en droit boursier français que pour les offres publiques d'achat simplifiées (OPAS) volontaires et pour les garanties de cours.

Dans le cas des OPAS volontaires, ce prix minimum est égal à la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes de transaction pendant les soixante jours de négociation précédant l'avis de dépôt du projet d'offre.

Le rapport Naulot a proposé d'étendre cette disposition aux offres publiques de rachat suivies d'un retrait obligatoire (OPR-RO), tout en rappelant que l'absence caractérisée de liquidité du marché du titre pourrait rendre dans certains cas ce critère peu pertinent. Cette proposition n'a pas été reprise par le règlement.

L'Autorité des marchés financiers considérant en pratique que le prix le plus élevé payé par l'initiateur au cours des douze derniers mois précédent le dépôt d'une offre constituait un prix minimum, elle a repris cette disposition dans l'article 234-6 de son règlement général.

Enfin, le groupe de travail a considéré que les références à l'ANC (actif net corrigé) ou à l'ANR (actif net réévalué) publiées par une holding étaient des références fortes mais ne pouvaient constituer un prix minimum.

Bibliographie

Historique

Loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant sur diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers.

Bull. COB nov. 1995, n° 296. recommandations p. 27 et s.

Instruction n° 2002-04 de mai 2002, prise en application du règlement n° 2002-04 modifié, relatif aux offres publiques d'acquisition, mise à jour le 4 décembre 2003.

Textes applicables

Règlement général AMF du 18 septembre 2006, articles 261 et suivants.

Instruction n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Recommandation sur le nouveau régime de l'expertise indépendante du 28 septembre 2006, mise à jour le 19 octobre 2006.

Documents AMF

Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées, rapport du groupe de travail de M. Naulot du 13 avril 2005 [<http://www.amf-france.org/documents/general/6035—1.pdf>].

Synthèse des réponses à la consultation publique sur le projet de règlement général relatif aux offres publiques d'acquisition du 21 juillet 2006. [<http://www.amf-france.org/documents/general/7256—1.pdf>].

Rapport annuel de l'AMF pour 2007, p. 118 et s. [<http://www.amf-france.org/Styles/Default/documents/general/8330—1.pdf>].

Ouvrages généraux

A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, éd. Francis Lefebvre, 3^e éd. 2006.

Doctrine

J-F. Rérolle et D. Schmidt, *La nouvelle expertise indépendante : Actes prat. ing. sociétaire* sept.-oct. 2007, n° 95, p. 2 à 16, reproduit dans *RD bancaire et fin.* sept 2007, n° 5, p. 5 à 16 sous le titre *L'en l de la nouvelle expertise : réflexion critique*.

F. Basdevant, *Expertise indépendante : le rôle central du conseil d'administration* : *RTD fin.* 3/2007 p. 110.

G. Giuliani, *La réforme des offres publiques d'acquisition* : *RD bancaire et fin.* nov.-déc. 2006, p. 5.

X. Vamparys, *Offres publiques : le nouveau régime de l'expertise indépendante* : *Bull. Joly Bourse* nov.-déc. 2006, p. 785.

D. Ledouble, *Le nouveau régime de l'expertise indépendante* : *RTDE* 2006, n° 3, p. 78.

Dictionnaire permanent, *Règlement général de l'AMF sur les offres publiques*, nov. 2006, n° spécial 386-1, p. 419.

F. Basdevant, *Le recours à un expert indépendant en cas de conflits d'intérêts* : *RD bancaire et fin.* mai-juin 2006, p. 101.

O. Douvreur et C. Uzan, *Projet de modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers : vers un renouveau du droit des offres publiques d'acquisition* : *Bull. Joly Bourse* mai-juin 2006, p. 275.

H. de Vauplane, *L'évaluation financière indépendante, nouvelle protection des actionnaires ?* : *Banque* juill.-août 2005, n° 671, n° 51, p. 98.

Ph. Portier, *Rapport Naulo: sur l'évaluation financière indépendante : RD bancaire et fin.* 2005, n° 3, comm. 114, p. 44.

O. Dufour, *L'Autorité des marchés financiers veut généraliser l'expertise indépendante : LPA* 29 avr. 2005, n° 85, p. 3.

É. Cafritz et D. Caramelli, *Existe-t-il une fairness opinion à la française ? : JCP E* 13 mai 2004, n° 20, p. 735.

Th. Granier, *La procédure d'attestation d'équité : Rev. sociétés* oct.-déc. 1997, p. 699.

H. de Vauplane, *Chronique financière et boursière : Banque et droit* janv.-févr. 1997, n° 51, p. 32.