



# L'EXPERTISE INDÉPENDANTE ET LES OPÉRATIONS DE MARCHÉ

IMA FRANCE - 25 JUIN 2019



**Guillain Fournier**  
Division des offres publiques  
Autorité des marchés financiers



**Maurice Nussenbaum\***  
Président de Sorgem Evaluation  
Président de l'APEI



\* Slides réalisés avec la participation de Thomas Hachette Directeur Associé de Sorgem Evaluation

# L'expertise indépendante et les opérations de marché

- 1. Contexte de l'expertise indépendante**
- 2. Ce que fait l'expert indépendant**
- 3. Le contrôle de l'AMF**
- 4. Les échanges entre l'AMF et l'expert indépendant**

# 1. Contexte de l'expertise indépendante

Depuis **2006**, suite au « **rapport Naulot** » (« pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées ») :

- ✓ en terme de **responsabilité**, c'est la société **visée** (conseil d'administration / conseil de surveillance) qui **désigne** l'expert indépendant ; **il n'y a plus d'agrément a priori** de l'expert par l'AMF (auparavant, l'expert était proposé par la banque présentatrice)
- ✓ le régime de l'expertise indépendante a été généralisé **pour tous les types** d'offres publiques, et non plus uniquement dans la perspective d'un retrait obligatoire (**RO**)
- ✓ les travaux de l'expert indépendants sont désormais encadrés (**RGAMF, instruction AMF n°2006-08 et recommandations** sur l'expertise financière indépendante notamment) (cas d'incompatibilités, conclusions sur l'équité du prix d'offre...). En outre, l'expert doit effectuer une « vraie » **évaluation** (auparavant il s'agissait plus d'une critique des travaux de l'établissement présentateur)
- ✓ **09/2006-2018** : environ **460** rapports d'EI ( $\approx 38$ /an) ; moyenne honoraires : 101 K€
- ✓ dans le cadre de l'abaissement du seuil de RO de 95% à 90% (loi « **Pacte** »), et dans le prolongement des travaux issus du rapport Naulot, un **groupe de travail** a été mis en place (**03/2019**)

# 1. Contexte de l'expertise indépendante

## 1.1 Les cas de nomination

- ✓ l'article **261-1** du RGAMF énumère différents cas de désignation d'un expert indépendant
  - offres publiques comportant un risque de **conflit d'intérêts** (261-1 I) au sein du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou de l'organe compétent de la société visée par l'offre, ou
  - en cas de mise en œuvre d'un **retrait obligatoire** (261-1 II)
- ✓ l'article **261-2** prévoit par ailleurs un cas de nomination dans les **augmentations de capital** réservées avec décote, dans certaines conditions
- ✓ l'article **261-3** ouvre en outre la possibilité d'un recours à un expert indépendant, à **titre volontaire**, sans limitation de cas
- ✓ depuis **2015**, l'AMF **recommande** également la nomination d'un expert indépendant en cas de **cession ou d'acquisition** « **d'actifs significatifs** » (i.e. impact de l'opération > 50% sur 2 critères sur 5)

# 1. Contexte de l'expertise indépendante

## 1.2 Les conditions requises pour être « expert indépendant »

- ✓ Article **261-4** du RGAMF : (i) l'expert indépendant **ne doit pas être en situation de conflit d'intérêts** avec les personnes concernées par l'offre publique ou l'opération et leurs conseils (article 261-4 I), et (ii) l'expert établit 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. Lorsqu'il existe une situation créant un risque de conflit d'intérêts mais dont l'expert estime qu'elle n'est pas susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement, il le mentionne et le justifie dans sa déclaration (article 261-4 II)
  
- ✓ Article **262-1** du RGAMF : (i) l'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une **instruction** de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une **attestation d'équité**. **Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité** (article 262-1 I), et (ii) à compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport. **Ce délai ne peut être inférieur à quinze jours de négociation** (article 262-1 II)

# 1. Contexte de l'expertise indépendante

## 1.2 Les conditions requises pour être « expert indépendant »

✓ **Instruction n°2006-08** du 25 juillet 2006 :

**Indépendance de l'expert (article 1)** : liste non limitative des situations de conflit d'intérêts (liens éventuels avec les sociétés concernées par l'offre publique ou leurs conseils, évaluation de la société visée par l'offre au cours des 18 mois précédant la date de sa désignation, mission de conseil à des personnes concernées par l'offre au cours des 18 derniers mois, détention d'un intérêt financier dans la réussite de l'offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'offre)

**Contenu du rapport d'expertise (article 2)** : le rapport 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**

# 1. Contexte de l'expertise indépendante

## 1.2 Les conditions requises pour être « expert indépendant »

✓ **Instruction n°2006-08** du 25 juillet 2006 :

**Le rapport d'expertise inclut (article 2)** (i) une présentation synthétique de l'expert, (ii) la liste des missions réalisées au cours des 12 derniers mois, (iii) une déclaration d'indépendance (cf. article 261-4 II du RGAMF), (iv) le cas échéant son **adhésion à une association professionnelle reconnue par l'AMF** (cf. articles 263-1 et suivants du RGAMF), (v) le montant de la rémunération perçue par l'expert, (vi) une description des diligences effectuées (programme de travail, calendrier, liste des personnes rencontrées, sources d'information, personnel associé à la mission...), (vii) une évaluation de la société visée, (viii) une analyse du travail d'évaluation réalisé par les conseils de l'initiateur, (ix) une attestation concluant sur le caractère **équitable** du prix, de la parité ou des conditions financières de l'offre.

**Diligences de l'expert (article 3).** L'expert suit au minimum la démarche suivante : (i) discussion des comptes et du plan d'affaires avec les équipes de direction de la société visée et, le cas échéant, de l'initiateur, (ii) discussion avec les banques conseils de l'opération et analyse critique des hypothèses présentées, et (iii) rédaction du rapport en soulignant les points éventuels de divergence avec l'initiateur et ses banques conseil (**analyse critique**).

# 1. Contexte de l'expertise indépendante

## 1.2 Les conditions requises pour être « expert indépendant »

### ✓ Recommandation AMF n°2006-15 :

L'AMF recommande aux sociétés cotées, comme aux experts indépendants, de respecter un certain nombre de principes en ce qui concerne à la fois les moyens et les diligences dont doivent être entourées ces missions d'expertise. Dans ce cadre, il convient de souligner notamment les points suivants :

- le **délai** minimum de 15 jours de négociation s'entend à compter de la réception de **l'ensemble** de la documentation nécessaire à l'élaboration du rapport
- la **rémunération** de l'expert est **forfaitaire** et n'est pas liée à l'issue de l'offre ou de l'opération. Elle est déterminée en fonction de l'importance et de la complexité de la mission
- l'AMF **peut demander** à l'expert dans le cadre de l'examen de la conformité d'une offre publique, **toute information utile** afin d'apprécier les modalités d'établissement du rapport d'expertise
- Le **fondement réglementaire** de l'intervention de l'expert indépendant est précisé

# 1. Contexte de l'expertise indépendante

## 1.2 Les conditions requises pour être « expert indépendant »

### ✓ Recommandation AMF n°2006-15 :

- le rapport de l'expert indépendant contient une évaluation de la société visée par l'offre ou qui réalise l'augmentation de capital. Cette évaluation repose sur une approche **multicritères** qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen critique de références de valorisation
- lorsque il établit son rapport au titre de l'existence de conflits d'intérêts liés à l'offre au sein du CA ou du CS de la société visée, l'expert examine, sur la base de la documentation y afférente, si les situations de conflits d'intérêts identifiées peuvent avoir des conséquences économiques et financières défavorables pour les porteurs de titres visés par l'offre
- lorsque des tiers intéressés à l'offre, en particulier des **actionnaires minoritaires** de la société visée, se sont manifestés auprès de la société ou de l'expert indépendant afin de faire valoir leurs arguments relatifs aux conditions de l'offre publique, l'expert indépendant peut en faire état dans son rapport et indiquer le cas échéant les raisons pour lesquelles il a ou non tenu compte dans son analyse des points de vue ainsi exprimés

# 2. Ce que fait l'expert indépendant

## 2.1 Présentation générale des travaux de l'expert indépendant

Le rapport d'expertise indépendante est une synthèse des travaux de l'expert indépendant. Il comprend :

- **une présentation de l'Offre** (de l'initiateur, de la société cible, des motifs de l'Opération) ;
- l'APEI recommande que l'expert indépendant, en fonction de son analyse du contexte de l'Opération, définisse les **critères à satisfaire pour que le prix puisse être considéré comme équitable** ; en particulier il distingue l'application de cette notion entre les cas de RO et ceux des autres offres non obligatoire pour l'actionnaire ;
- une présentation de l'expert indépendant, incluant une **déclaration d'indépendance et sa rémunération** ;
- Une présentation des diligences effectuées ; les personnes rencontrées et contactées et les documents analysés.
- une **présentation du marché de la société cible** (avec une revue approfondie de son historique et de son plan d'affaires) ;
- une **évaluation multicritère** détaillée des titres objet de l'offre ;
- les **raisons du rejet de certaines méthodes ou références** usuelles d'évaluation ;
- une analyse des **accords connexes** ;

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.1 Présentation générale des travaux de l'expert indépendant (suite)

- une analyse des **synergies** éventuelles ;
- une comparaison avec les **travaux de l'établissement présentateur** ;
- des éventuels commentaires à la suite de questions d'**actionnaires minoritaires** ou de demandes de l'**AMF** ;
- une synthèse des travaux et conclusions sur le caractère équitable du prix d'offre.



En conséquence, si la conclusion du rapport porte bien sur le caractère équitable du prix, l'analyse qui précède, du fait de son caractère détaillé, doit permettre à l'actionnaire de se forger son opinion sur l'intérêt ou non de souscrire à l'offre lorsqu'il ne s'agit pas de RO.

Dans le cas de RO, l'expert s'assure que la perte d'opportunité de rester actionnaire de la société a bien été prise en compte dans l'appréciation du caractère équitable du prix.

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.2 Focus sur les travaux d'évaluation : les principes d'examen critique, de transparence et de cohérence et pertinence (§ 4 de la recommandation 2006-15)

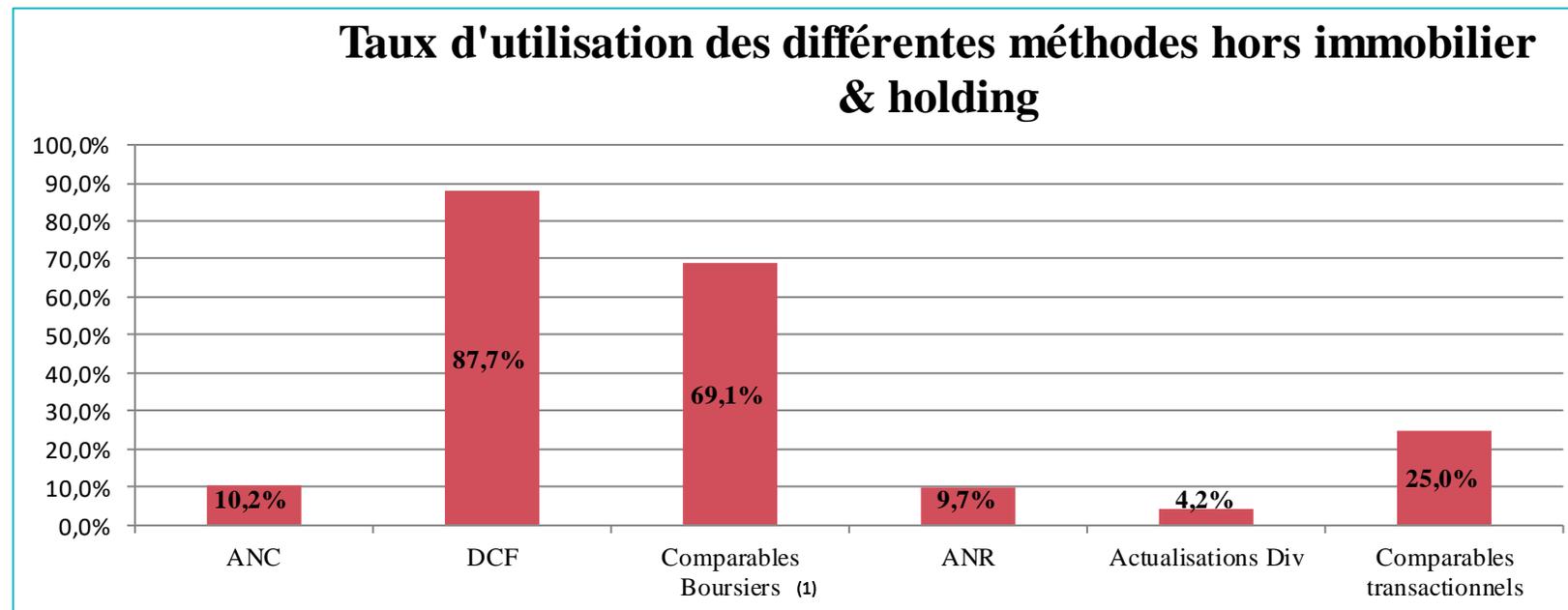
#### LA MISE EN ŒUVRE D'UNE APPROCHE MULTICRITÈRE

- L'approche multicritère est généralement mise en œuvre.
- Le choix de la méthode peut dépendre du contexte et de la société, et les résultats de la mise en œuvre de chacune des méthodes ne sont pas nécessairement à mettre sur le même plan (cf. travaux de l'APEI sur « le prix équitable » et sur « les principaux critères écartés dans le cadre des Offres Publiques »).

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.2 Focus sur les travaux d'évaluation : les principes d'examen critique, de transparence et de cohérence et pertinence (§ 4 de la recommandation 2006-15) (suite)

#### Méthodes d'évaluation le plus souvent retenues



Source : Analyses Sorgem Evaluation de 306 attestations d'équité publiées sur le site de l'AMF (période allant de 2011 à mars 2019)

(1) : XEBITDA & XEBIT

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.2 Focus sur les travaux d'évaluation : les principes d'examen critique, de transparence et de cohérence et pertinence (suite)

#### a) L'EXAMEN CRITIQUE

- La méthode DCF, souvent mise en œuvre dans les expertises indépendantes, représente d'après le Rapport Naulot de 2005, repris dans la recommandation AMF 2006-15 modifiée le 27/07/2010 un progrès important car elle est fondée sur des perspectives d'avenir.
- L'expert indépendant doit dans ce cadre effectuer une analyse critique du plan d'affaires.
- Il doit apprécier, à partir notamment de sources externes, le caractère raisonnable du plan d'affaires fourni par le management et peut être amené à le faire modifier notamment en ce qui concerne les prévisions lorsqu'elles lui apparaissent irréalistes compte tenu des informations qu'il détient, de sa connaissance du secteur d'activité de la société et de son appréciation des forces et faiblesses de la société et des opportunités et menaces auxquelles elle est confrontée.

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.2 Focus sur les travaux d'évaluation : les principes d'examen critique, de transparence et de cohérence et pertinence

#### a) L'EXAMEN CRITIQUE (suite)

- L'APEI a émis un guide relatif à l'examen critique du BP, dans lequel sont notamment indiquées :
  - des références auquel l'expert peut se référer pour réaliser une analyse des prévisions communiquées ;
  - les contrôles de cohérence à réaliser par l'expert ;
  - des recommandations pour l'expert indépendant en fonction de l'analyse réalisée sur le BP (conséquences sur la durée de prévision explicite, la prise en compte des risques, le flux normatif, la valeur terminale et les tests de sensibilité).

# 2. Ce que fait l'expert indépendant

## 2.2 Focus sur les travaux d'évaluation : les principes d'examen critique, de transparence et de cohérence et pertinence

### b) L'EXIGENCE DE TRANSPARENCE

- L'expert se doit de respecter également un principe de transparence dans les travaux qu'il conduit en mentionnant les sources des informations et des données utilisées pour la mise en œuvre de l'approche multicritère.

#### **Concernant la prise en compte des synergies :**

- La recommandation de l'AMF (2006-15) stipule que l'Expert indépendant a 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* ».
- Il n'existe pas pour les minoritaires de droit systématique à l'intégration de la valeur des synergies dans le prix de l'offre. Les informations à cet égard sont souvent rares et de ce fait les attestations d'équité ne peuvent pas toujours accorder aux synergies la place et les développements significatifs qui seraient souhaitables.
- Le partage des synergies avec les actionnaires de la cible fait par ailleurs l'objet de débat : le prix d'offre ne doit pas nécessairement inclure une partie de la valeur des synergies pour être équitable notamment dans le cas des offres facultatives pour les actionnaires.
- L'expert indépendant doit expliciter celles qui ont été retenues et intégrées dans le prix d'offre.

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.2 Focus sur les travaux d'évaluation : les principes d'examen critique, de transparence et de cohérence et pertinence (suite)

#### b) L'EXIGENCE DE TRANSPARENCE (suite)

Concernant les méthodes d'actualisation mises en œuvre dans l'approche multicritère :

- **Pour l'approche intrinsèque, l'expert indépendant :**

- Justifie le choix du modèle utilisé : FCFF – FCFE – APV (Cas des LBO notamment)
- présente les éléments clés du plan d'affaires sous une forme globale (croissance moyenne sur la période, rentabilité moyenne des capitaux investis, etc.),
- indique la façon dont les risques spécifiques (généralement inclus dans le plan d'affaires) et systématiques (pour la détermination du taux d'actualisation) ont été traités,
- présente de manière détaillée les hypothèses utilisées pour le calcul de la valeur terminale,
- présente et commente systématiquement des tests de sensibilité portant sur les principaux paramètres de valorisation (taux d'actualisation, taux de croissance du flux terminal, hypothèses opérationnelles structurantes du plan d'affaires...) autour des hypothèses centrales.

# 2. Ce que fait l'expert indépendant

## 2.2 Focus sur les travaux d'évaluation : les principes d'examen critique, de transparence et de cohérence et pertinence (suite)

### b) L'EXIGENCE DE TRANSPARENCE (suite)

L'expert indépendant s'assure également :

- que le plan d'affaires couvre une période suffisante pour assurer la convergence des agrégats opérationnels de la société vers leur niveau normatif, ou pour couvrir un cycle d'investissement complet, afin de réduire le poids de la valeur terminale dans la valeur totale ;
- que le taux d'actualisation sans risque retenu est celui du marché pour l'horizon couvert par le plan d'affaires et les projections financières ;
- que le traitement de la valeur terminale est fait en fonction de la situation concurrentielle de l'entreprise ;

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.2 Focus sur les travaux d'évaluation : les principes d'examen critique, de transparence et de cohérence et pertinence

#### b) L'EXIGENCE DE TRANSPARENCE (suite)

- que le même risque n'est pris en compte qu'une seule fois, soit dans le plan d'affaires, soit dans le taux d'actualisation. Ce taux est déterminé à partir du bêta des sociétés comparables et de la prime de risque de marché dont la somme doit être explicitée par l'expert ;
- que le taux de croissance à l'infini est cohérent avec le taux de croissance à long terme retenu pour l'économie nationale ;
- que les flux de trésorerie disponibles pour le calcul de la valeur terminale reflètent une situation normative.

**Pour l'approche analogique,** l'expert explique le choix de l'échantillon et les retraitements auxquels il a procédé afin de rendre les données utilisées homogènes.

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.2 Focus sur les travaux d'évaluation : les principes d'examen critique, de transparence et de cohérence et pertinence

#### c) LE PRINCIPE DE COHERENCE ET DE PERTINENCE

- L'expert doit également respecter le principe de cohérence et de pertinence.
- Lors de la mise en œuvre d'une méthode d'évaluation, l'expert indépendant s'assure de la cohérence des paramètres entre eux (par ex: rentabilité, croissance et multiples), ainsi qu'avec les sources externes et les informations dont il dispose.
- Le cas échéant, il s'assure de la cohérence de ces données avec celles des travaux d'évaluation qui auraient pu être effectués préalablement.
- L'expert indépendant s'assure notamment, pour la méthode analogique :
  - que les sociétés de l'échantillon sont suffisamment comparables en termes de risque, de rentabilité et de croissance
  - que les multiples tiennent compte des spécificités de l'entreprise et des comparables à évaluer ;
  - que l'échantillon des comparables boursiers est composé de sociétés dont les titres sont suffisamment liquides ;
  - que la méthode des transactions comparables est utilisée avec un échantillon de transactions récentes, d'autant plus récentes que la valorisation du marché boursier aura pu évoluer fortement au cours des deux dernières années.

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.3 Focus sur les travaux relatifs à l'analyse des accords connexes

Cette analyse constitue un point majeur pour s'assurer de l'égalité de traitement des actionnaires.

- Il existe différentes typologies d'accords connexes :
  - les opérations préalables à l'Offre (contrat d'apport par les dirigeants actionnaires, engagement d'apport, protocole d'investissement, acquisitions de blocs hors marchés, promesse synallagmatique de vente et d'achat d'actions sous conditions suspensives, etc.) ;
  - les opérations postérieures à l'Offre (pacte entre l'initiateur et les dirigeants, promesse de vente, réinvestissement, compléments de prix, etc.) ;
  - les management packages & contrat de prestation de service ;
  - les garanties de liquidité au bénéfice des managers actionnaires ;
  - les accords relatifs au financement de l'Offre et aux émissions de titres de la holding de reprise (émission de diverses catégories de titres, engagement de souscription à une émission d'actions prioritaires, etc.).

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.3 Focus sur les travaux relatifs à l'analyse des accords connexes (suite)

- L'APEI recommande notamment :
  - à l'expert de s'informer systématiquement de l'existence ou non d'accords connexes préalablement à l'acceptation de la mission et obtenir en cas d'absence d'accords connexes une confirmation formelle auprès des dirigeants de la cible et de l'initiateur ;
  - obtenir systématiquement les informations sur le financement de l'Offre et l'investissement des dirigeants ;
  - prendre position sur le caractère modélisable ou non des accords connexes et le cas échéant, présenter leur valorisation de manière détaillée à l'aide des méthodes optionnelles appropriées (Black & Scholes, monte carlo, arbres recombinaut).
  - Le prix d'offre ne peut être déclaré équitable que si l'expert peut conclure, en cas d'accords connexes, à l'absence de remise en cause du caractère équitable de l'offre, par les dispositions de ces documents.

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.4 Focus sur les interactions entre l'expert et l'ensemble des parties prenantes : administrateurs indépendants, dirigeants, AMF, minoritaires, etc...

L'expert indépendant doit dans la mesure du possible s'entretenir avec l'organe compétent de la cible qui a recommandé sa désignation au conseil.

Il s'entretient naturellement avec les dirigeants de la cible, les avocats et l'établissement présentateur (une partie du rapport de l'expert indépendant procède à une comparaison critique entre les travaux d'évaluation de l'expert indépendant et ceux de l'établissement présentateur).

Il a la possibilité de discuter certains points avec l'AMF au cours de sa mission.

Il peut également être amené à répondre à des questions soulevées par des actionnaires minoritaires. L'AMF envoie aux experts indépendants les questions qu'elle a reçues de leur part sur lesquelles l'expert apporte des compléments d'information dans son rapport.

Il peut dans certains cas s'agir d'un addendum au premier rapport établi par l'expert à la suite d'une demande de l'AMF.

Même si l'expertise indépendante se termine le plus souvent par une déclaration d'équité concernant le prix, les discussions en amont de l'expert avec les dirigeants le conduisent fréquemment à proposer une modification du prix d'offre ou des conditions relatives aux accords connexes.

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.5 Le rôle de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants)

- L'APEI est une association professionnelle reconnue par l'AMF regroupant les principaux experts indépendants de la place qui émettent des attestations d'équité.
- Son rôle est en particulier de :
  - promouvoir l'expertise financière indépendante au sens du RG de l'AMF ;
  - définir les droits et obligations des membres de l'APEI en terme de déontologie ;
  - favoriser l'échange des expériences et le partage des connaissances entre les membres. L'APEI a mis en place de nombreux groupes de travail et a émis des recommandations sur différents thèmes (voir slide suivant).
- L'adhésion à l'APEI est soumise à une analyse des compétences des candidats et à un contrôle qualité portant sur des dossiers d'évaluation préalablement effectués.
- L'APEI exerce un contrôle qualité régulier (a posteriori) de ses membres car elle ne peut pas se prononcer sur les offres en cours.

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.5 Le rôle de l'APEI (suite)

L'APEI organise de nombreux groupes de travail qui débouchent sur des publications.

#### EXEMPLES DE PUBLICATIONS RÉALISÉES PAR L'APEI ENTRE 2010 ET 2018

- La méthode des comparables boursiers
- La Lettre d'affirmation
- Synthèse et conclusions du rapport du groupe de travail de l'APEI sur "Le rapport Naulot : 10 ans après"
- Le Business Plan
- Appels d'Offres dans le cadre du choix de l'expert indépendant
- Questionnaire de fin de mission "Check-list"
- Réflexions sur les accords et opérations connexes
- Les principaux critères écartés dans le cadre des Offres Publiques
- Recommandations pour la prise en compte des synergies dans les attestations d'équité.

#### GROUPES EN COURS

- Le prix équitable
- Le Retrait Obligatoire
- La déontologie de l'Expert Indépendant

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.6 Comparaison de l'expertise indépendante à la française avec celles pratiquées dans d'autres pays et critiques usuellement rencontrées

Le niveau d'information usuellement délivré au sujet des analyses réalisées pour attester de l'équité d'une opération est souvent critiqué outre-Atlantique.

*Au sujet de l'expertise indépendante sur LinkedIn :  
« [nous] n'avons pas accès à l'analyse complète de Qatalyst, qui serait nécessaire pour déterminer si la méthodologie est réellement utilisée de manière cohérente ».*

*« L'émission de l'avis d'un banquier selon lequel l'opération est équitable ne fournit aux actionnaires rien d'autre qu'une conclusion assortie d'un amas de disclaimers ayant pour but de décharger la responsabilité du banquier. Les éléments qui ont réellement de l'intérêt ne sont pas la conclusion de l'attestation d'équité, mais les analyses de valeur qui ont conduit à cet avis. Un actionnaire minoritaire s'interrogeant sur une potentielle participation à l'offre trouvera de l'intérêt à la prise de connaissance des détails des exercices de valorisation réalisés par la banque, les hypothèses clés retenues et les fourchettes de valeur qui en découlent. »*

*« L'examen de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario intervient à la suite d'une décision rendue par la Cour d'appel du Yukon à la fin de 2016 qui annulait une offre publique d'achat de 2,5 milliards de dollars américains faite par Exxon Mobil Corp. à InterOil Corp. L'avis d'équité dans la circulaire de sollicitation de procurations d'InterOil contenait trop peu d'informations pour informer correctement les investisseurs lorsqu'ils ont voté sur l'opération. »*

**Aux Etats-Unis, les attestations d'équité ne sont pas publiées dans leur intégralité : seul un résumé des analyses est présenté.**

**Certains jugements indiquent clairement que le résumé fourni n'est pas nécessairement suffisant pour appréhender l'ensemble des éléments permettant d'avoir un avis sur l'équité de l'opération.**

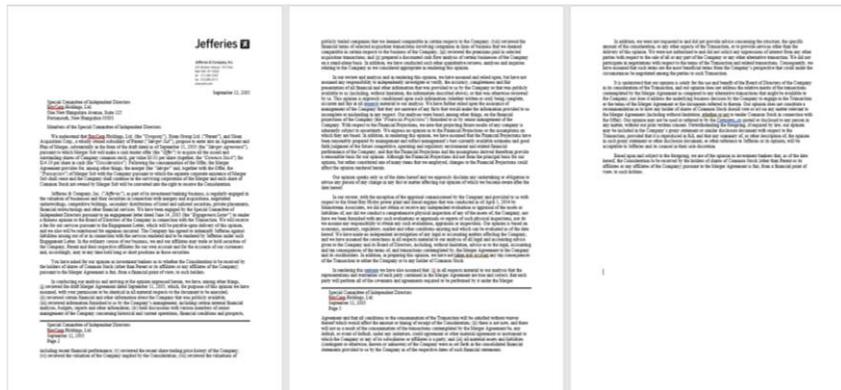
# 2. Ce que fait l'expert indépendant

## 2.6 Comparaison avec l'expertise indépendante dans d'autres pays et les critiques usuellement rencontrées

Le format des attestations d'équité, publiées notamment sur le site de l'AMF, est très différent en France et aux Etats-Unis.

Exemple d'une attestation d'équité publiée sur le site de la SEC

Exemple d'une attestation d'équité publiée sur le site de l'AMF



Ces critiques n'apparaissent pas applicables aux expertises indépendantes réalisées en France.

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.6 Comparaison avec l'expertise indépendante dans d'autres pays et les critiques usuellement rencontrées

**Le mode de rémunération outre-Atlantique des attestations d'équité est plusieurs fois cité comme pouvant poser problème.**

*« Les banquiers d'investissement sont fortement incités à déclarer l'équité d'un accord négocié avec soin. Une des raisons à cela est qu'une partie importante des honoraires de réussite d'un conseiller dépend de la conclusion de l'accord. »*

*Au sujet de l'offre d'Exxon Mobil sur InterOil :  
« la cour a déclaré qu'il n'y avait pas suffisamment d'informations sur les frais de succès qui seraient versés au banquier Morgan Stanley - qui fournissait l'avis d'équité - si la transaction était conclue. »*

## 2. Ce que fait l'expert indépendant

### 2.6 Comparaison avec l'expertise indépendante dans d'autres pays et les critiques usuellement rencontrées

**Ces critiques n'apparaissent pas applicables aux expertises indépendantes réalisées en France.**

Nous relevons cependant une forte disparité dans les honoraires des experts indépendants (entre 8 K€ et 800 K€, avec une moyenne de 99 K€ sur 301 attestations analysées, source : analyse Sorgem Evaluation), qui demeurent en France généralement limités par rapport aux honoraires usuellement perçus aux Etats-Unis.

Les différences d'honoraires constatées en France ne sont pas toujours aisément explicables d'un point de vue extérieur, et certains niveaux d'honoraires très limités peuvent poser question quant au sérieux des diligences menées par l'expert indépendant.

L'AMF a indiqué dans son rapport annuel de 2014 que l'on pourrait s'interroger sur la compatibilité des standards de qualité lorsque la rémunération de la mission de l'expert indépendant est inférieure à 50 K€ (sauf cas particulier).

## 3. Le contrôle de l'AMF

### Article 231-21 du RGAMF :

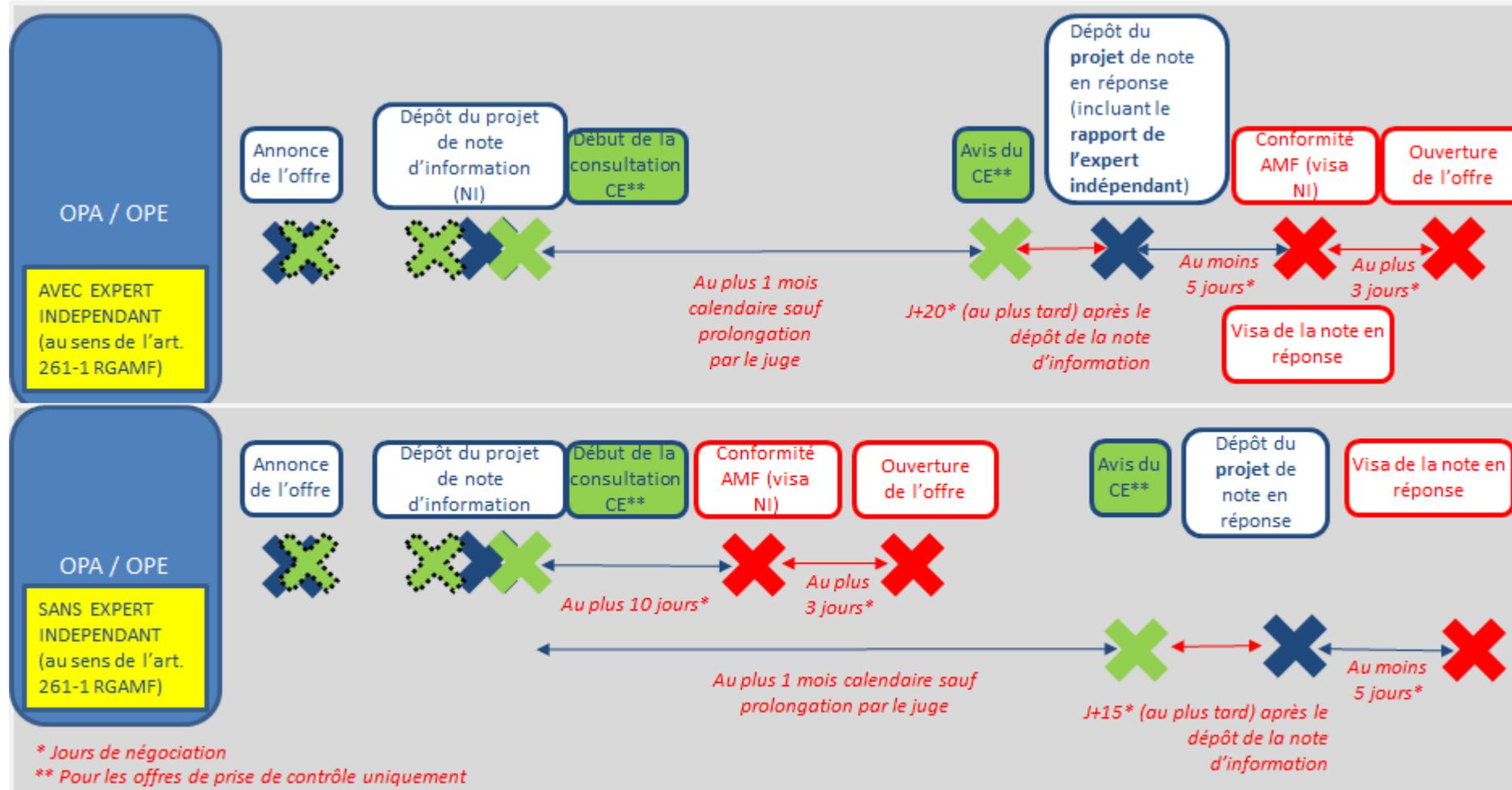
**Pour apprécier la conformité du projet d'offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables, l'AMF examine :**

- 1° Les objectifs et intentions de l'initiateur ;
- 2° Le cas échéant, la nature, les caractéristiques, les cotations, ou le marché des titres proposés en échange ;
- 3° Les conditions éventuelles de l'offre en application des articles 231-9 et 231-10 ;
- 3° *bis* Si le seuil de caducité prévu au 1° de l'article 231-9 I est applicable à l'offre, le nombre d'actions et de droits de vote que ce seuil représente à la date de dépôt de l'offre et éventuellement les raisons pour lesquelles l'initiateur demande à l'AMF qu'il soit fait application du 2° de l'article 231-9 I.
- 4° L'information figurant dans le projet de note d'information ;
- 5° Dans les cas prévus à l'article 261-1, les conditions financières de l'offre, au regard notamment du rapport de l'expert indépendant et de l'avis motivé du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent.**

L'AMF peut demander à l'initiateur de modifier son projet d'offre si elle considère qu'il peut porter atteinte aux dispositions mentionnées au premier alinéa, notamment aux principes définis par l'article 231-3.

# 3. Le contrôle de l'AMF

## Calendrier type d'une offre publique



## 4. Les échanges entre l'AMF et l'expert indépendant

### Avant la nomination de l'expert

- les experts indépendants interrogent régulièrement l'AMF **en amont** de leur désignation éventuelle (notamment s'ils estiment qu'il existe un risque de conflit d'intérêts)

### Après la nomination de l'expert

- l'expert peut souhaiter prendre attache avec l'AMF au **début** de sa mission en cas de contexte « **compliqué** ». Il peut ainsi avoir connaissance de l'historique du dossier, des difficultés et des **points d'attention éventuels**
- dans le cadre de la réalisation de son rapport, l'**expert** peut en outre échanger avec l'AMF s'il rencontre des **difficultés** (accès à la documentation, pression sur les délais...)
- en cas de **divergences** éventuelles entre l'**expert indépendant** et la banque présentatrice (par exemple difficulté sur le **prix** proposé), l'AMF peut être amenée à échanger avec l'expert, l'établissement présentateur et l'initiateur

## 4. Les échanges entre l'AMF et l'expert indépendant

### Après la nomination de l'expert

- si l'**AMF** identifie des **difficultés** sur le prix proposé dans le cadre de son **instruction** du projet d'offre (évaluations multicritères mises en œuvre / niveau insuffisant du prix), **elle peut**
  - demander des **précisions** sur les **méthodes** mises en œuvre (cas le plus **fréquent**),
  - faire **modifier** le prix (au résultat des échanges sur l'évaluation multicritères par exemple)
  - demander la **nomination** d'un **nouvel expert** (même si cela reste toutefois **rare**)
  
- en pratique, l'AMF peut être amenée à demander à l'expert indépendant de **compléter** son rapport (notamment si des actionnaires se sont manifestés après que l'expert a émis son attestation ou au vu des arguments présentés) (il s'agit également d'une **démarche « pédagogique »** à l'égard du marché). L'AMF s'assure que les **actionnaires minoritaires**, qui ont des observations à faire valoir sur les conditions financières de l'offre, puissent saisir l'expert lorsque cela est encore possible

## 4. Les échanges entre l'AMF et l'expert indépendant

- Depuis la réforme de 2006, on note une **amélioration globale** de la qualité des rapports d'expertise indépendante. Toutefois, la répartition peut être assez inégale, notamment pour certaines « petites » offres publiques pour lesquelles l'expert est trop souvent la « variable d'ajustement » en termes de budget ou de pression sur les délais notamment. Or pour une « bonne » expertise, il faut notamment (i) des interlocuteurs disponibles, (ii) un budget minimum, et du temps
- **L'expert** doit faire preuve de **pédagogie à l'égard du marché et des actionnaires** : contexte de la mission, accords, réinvestissements éventuels, situation financière de la société, démarche suivie (...). **Il ne s'agit pas d'une « simple » évaluation.** L'information donnée dans le rapport est aussi essentielle que la conclusion sur l'équité du prix d'offre.
- Le dialogue entre l'AMF et l'expert est naturel et fréquent. **Il n'est pas exclusif du dialogue avec l'organe qui l'a nommé** (comité *ad hoc* notamment). Lorsque cet organe fonctionne bien, les éventuelles difficultés sont généralement réglées sans que l'AMF soit sollicitée.

**Guillain Fournier**

**Division des offres publiques**

**Autorité des marchés financiers**



Tél. : +33 (0)1 53 45 62 46  
[g.fournier@amf-france.org](mailto:g.fournier@amf-france.org)  
17 place de la Bourse  
75082 Paris Cedex 02

**Maurice Nussenbaum**

**Président de Sorgem Evaluation**

**Président de l'APEI**



Tél. : +33 (0)1 40 67 20 02  
[mnussenbaum@sorgemeval.com](mailto:mnussenbaum@sorgemeval.com)  
11, rue Leroux  
75116 Paris