



Les nouvelles obligations réglementaires dans les OPA

LES ENJEUX POUR LA GOUVERNANCE ET LE DAF

La révision du seuil du « retrait obligatoire » instaurée par la loi « Pacte » s'est accompagnée d'une refonte du dispositif réglementaire applicable aux offres publiques, qui s'étend à l'expertise indépendante. La responsabilité des administrateurs s'en trouve renforcée, ainsi que la contribution du DAF à la réussite de ces opérations.

En application de la loi « Pacte » promulguée le 22 mai 2019¹, les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire, applicables aux sociétés dont le siège social est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur Euronext Growth, ont été modifiées² de sorte qu'un « retrait obligatoire », emportant pour les actionnaires l'obligation d'apporter leurs titres, peut être mis en œuvre dès lors qu'à l'issue d'une offre publique, quelle qu'en soit la nature, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires de la société visée par l'offre [« la cible »] ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la cible³.

Ce changement législatif a donné lieu à des modifications réglementaires de la part de l'Autorité des Marchés Financiers [AMF]; quelles en sont les conséquences sur le rôle des parties prenantes aux offres publiques, notamment en ce qui concerne les organes d'administration et la fonction financière au sein des sociétés cibles et initiatrices de ces opérations ?

La genèse et les contours de l'évolution réglementaire

L'idée d'abaissement du seuil n'était pas nouvelle; elle avait été abordée à plusieurs reprises depuis le Rapport Naulot⁴ qui en 2005 avait servi de socle à la précédente refonte réglementaire en matière d'offres publiques et, parmi ses 25 recommandations reprises à des degrés divers dans la réglementation, mettait déjà l'accent sur :

- la responsabilisation de l'organe d'administration pour permettre le bon déroulement de la mission de l'expert indépendant en charge d'attester l'équité des termes de l'offre en contrepartie du désengagement des actionnaires du capital de la cible,
- l'exigence de transparence des diligences vis-à-vis du marché tant pour l'organe d'administration de la cible que pour l'expert indépendant,
- l'établissement de manière systématique par le management de la cible des plans d'affaires utilisés dans les méthodes d'évaluation, éventuellement modifiés après discussion avec l'expert indépendant,



PAR **OLIVIER CRETTE**

Associé Ledouble, membre de l'APEI¹

¹— APEI: Association Professionnelle des Experts Indépendants.



• ainsi que la nécessité pour l'expert indépendant d'expliquer les hypothèses et les sources retenues dans les méthodes d'évaluation, en prenant en considération le contexte de l'opération: « *Les éléments contextuels sont souvent essentiels dans la réflexion menée par l'expert pour déterminer l'équité de la transaction. La compréhension et l'analyse du contexte sont parties intégrantes du raisonnement et, bien souvent, vont guider le choix de telle ou telle méthode*⁵ ».

C'est ainsi que la loi française avait transposé en 2006⁶ la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition (« la Directive OPA ») qui permettait de fixer un seuil de retrait obligatoire plus élevé que 90 % du capital et des droits de vote, pour autant qu'il ne dépasse pas 95 % sur ces deux critères⁷; la France avait alors, et jusqu'à la promulgation de la loi « Pacte », adopté ce seuil maximum de 95 %, la plupart des pays membres de l'Union Européenne ayant en revanche finalement opté pour le seuil de 90 %, à quelques exceptions (France, Italie, Lituanie, Luxembourg, Pays-Bas).

L'argument politique et économique de l'abaissement de seuil institué par la loi « Pacte » tient en particulier à la simplification du droit des sociétés cotées, au renforcement de l'attractivité de la place financière de Paris et à la facilitation des introductions en bourse, par l'élargissement de possibilités ultérieures de retrait.

Dans ce contexte, le collège de l'AMF a décidé, dans sa séance du 5 février 2019, la constitution d'un groupe de travail composé de personnalités qualifiées. Très diversifié dans sa composition (membres du collège et représentants de l'AMF, avocats, banques, associations professionnelles, investisseurs, représentants d'actionnaires minoritaires, professeurs de droit et de finance), ce comité a regroupé entre mars et juin 2019, au cours de 6 réunions, une trentaine de personnes; des auditions ont parallèlement été menées auprès de représentants de deux banques. Les 18 propositions de l'AMF issues de ce groupe de travail ont été soumises le 16 septembre 2019⁸ à une consultation publique à échéance au 15 octobre 2019, portant sur:

- le contenu du rapport du groupe de travail sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques;
 - les modifications de textes y afférentes: règlement général de l'AMF; instruction AMF n°2006-07: « Offres publiques d'acquisition »; instruction AMF n°2006-08: « Expertise indépendante »; recommandation AMF n°2006-15: « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».
- Ces propositions recouvrent un périmètre plus large que le champ de la lettre de mission du président de l'AMF en date du 6 mars 2019 qui était circonscrite au retrait obligatoire (RO); au-delà des problématiques spécifiques au RO, elles ont visé notamment à:
- renforcer le rôle des organes sociaux de la société visée dans le processus d'offre publique;
 - améliorer les échanges contradictoires avec les actionnaires minoritaires;
 - renforcer l'information fournie sur les travaux des organes sociaux et des experts indépendants.

Un groupe de travail de l'Association professionnelle des experts indépendants (APEI) a participé à cette consultation publique en y apportant point par point sur son site des éléments de réponse⁹; l'Association française des marchés financiers (AMAFI) a également fait part publiquement de ses observations¹⁰.

C'est au total 39 courriers émanant d'actionnaires particuliers (20), de cabinets d'avocats (7), d'associations (6), de fonds d'investissement (3) et d'experts indépendants ou d'associations d'experts indépendants (3) que l'AMF a exploités avant de faire part de ses décisions le 10 février 2020¹¹ et de modifier en conséquence son règlement général ainsi que les instructions n°2006-07 et n°2006-08 et la recommandation n°2006-15 précitées, dont des extraits sont reproduits ci-après, en particulier sur les points suivants.

La mise en place par la gouvernance d'un dispositif renforcé de prévention des conflits d'intérêts

En cas d'offre publique, un comité d'administrateurs (« comité ad hoc »), constitué majoritairement d'administrateurs indépendants, doit être chargé par l'organe social compétent de la cible (conseil d'administration, conseil de surveillance,...) de choisir et superviser les travaux de l'expert indépendant. Il est remis à l'expert indépendant désigné une « lettre de mission » qui sera annexée à son rapport, explicitant les contours de son intervention, les situations de conflits d'intérêts¹², ainsi que le fondement réglementaire de la mission, lui permettant de l'apprécier de façon « aussi précise et complète que possible¹³ » et d'être en mesure de contextualiser l'attestation d'équité qu'il sera amené à émettre, en conclusion de son rapport, sur les conditions financières de

l'offre, au bénéfice de l'organe social compétent et des actionnaires de la cible.

Alors qu'à l'issue de la promulgation en 2006 de la loi ayant transposé la Directive OPA de 2004 le principe d'agrément de l'expert indépendant avait été supprimé, la nouvelle réglementation le réintroduit via une demande d'agrément soumise par la cible à l'AMF dans certaines situations¹⁴:

- le cas échéant, insuffisances constatées par l'AMF dans le rapport d'expertise indépendante présenté in fine en vue de l'obtention de sa décision de conformité sur l'offre, qui ne rendrait « pas compte d'une situation de conflit d'intérêt » ou qui comporterait des « incohérences, ou des lacunes significatives », nécessitant de ce fait la nomination d'un deuxième expert; on rappellera que l'AMF s'assure, au stade du visa des notes d'information de l'initiateur et « en réponse »

L'ARGUMENT POLITIQUE ET ÉCONOMIQUE DE L'ABAISSMENT DE SEUIL INSTITUÉ PAR LA LOI « PACTE » TIEN EN PARTICULIER À LA SIMPLIFICATION DU DROIT DES SOCIÉTÉS COTÉES, AU RENFORCEMENT DE L'ATTRACTIVITÉ DE LA PLACE FINANCIÈRE DE PARIS ET À LA FACILITATION DES INTRODUCTIONS EN BOURSE, PAR L'ÉLARGISSEMENT DE POSSIBILITÉS ULTÉRIEURES DE RETRAIT

- absence ex ante de comité d'administrateurs indépendants ou nombre d'administrateurs indépendants trop restreint (moins de 3 membres) au sein de l'organe social compétent de la cible (sous la forme d'un « comité ad hoc ») pour assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant, lequel afin de pouvoir être présenté par l'organe social compétent à l'agrément par l'AMF doit justifier, d'une part, de ses compétences en termes de moyens matériels (ressources documentaires, bases de données...) et humains (composition et qualification de l'équipe dédiée à la mission); d'autre part, de son anticipation des diligences à réaliser par la présentation de son programme de travail (incluant le nombre d'heures à consacrer à la mission et le montant de ses honoraires);

de la cible, constituant le corpus du projet d'offre, que la documentation portée à la connaissance des actionnaires est complète, cohérente et suffisante et vérifiée, conformément à l'article L. 621-8-1 I du Code monétaire et financier, « si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes ».

La facilitation du contact entre la cible et ses actionnaires via l'expert indépendant et l'AMF

Dans le cas d'une « offre de fermeture », l'initiateur détenant dans ce cas au moins 50% du capital et des droits de vote de la cible, le degré d'urgence relatif à réaliser l'opération,

par rapport aux délais plus contraints d'une offre publique d'achat où l'initiateur ne détient pas préalablement à l'offre le contrôle de la cible, justifie désormais un décalage d'une quinzaine de jours de négociation entre le dépôt auprès de l'AMF de la note d'information de l'initiateur et celui de la cible, ce afin principalement de permettre :

- à l'organe social compétent de la cible de prendre connaissance des éventuelles observations écrites provenant des actionnaires minoritaires et d'y apporter des réponses,
- et à l'expert indépendant d'exposer dans un chapitre de son rapport les principaux arguments développés par les actionnaires minoritaires dans leurs observations, ainsi que son « analyse et son appréciation » en indiquant, « le cas échéant, les raisons pour lesquelles il a, ou non, tenu compte de ces observations dans ses travaux¹⁵ ».

Sont ainsi de facto prises en compte dans l'avis motivé de l'organe social compétent sur l'offre, avant le dépôt de la note d'information « en réponse » de la cible auprès de l'AMF contenant le rapport d'expertise indépendante, les principales observations présentées par les actionnaires minoritaires, et « les éléments de réponse apportés, le cas échéant, en lien avec l'expert indépendant¹⁶ ».

Afin de faciliter l'accès des actionnaires minoritaires aux parties concernées par l'offre, la nouvelle réglementation prévoit en outre que lors de l'annonce des caractéristiques de l'opération ou, lorsqu'elle est postérieure, à la date de désignation de l'expert indépendant, le communiqué publié par la cible doit mentionner un contact en son sein pour transmettre les éventuelles observations écrites¹⁷ et le nom de l'expert mandaté afin que les actionnaires puissent leur faire parvenir leurs observations écrites. L'AMF met également à la disposition des actionnaires une boîte dédiée pour les offres publiques dont le contenu sera en tant que de besoin porté à la connaissance de l'initiateur, de la cible et de l'expert indépendant¹⁸.

Le rôle clé de la fonction financière

L'apport du directeur administratif et financier (DAF) de la cible (et le cas échéant de l'initiateur) est essentiel dans la démarche de l'expert indépendant requérant, pour les besoins de l'évaluation multicritère de la cible (et parfois de l'initiateur, en cas d'offre publique d'échange par exemple), des données comptables et financières, à un niveau de détail souvent plus important que l'information publique; en outre les informations recueillies auprès du DAF sont susceptibles de guider l'expert indépendant dans la répartition entre l'initiateur et la cible des

effets synergétiques de l'opération, notamment lorsque le chiffrage des synergies a été rendu public¹⁹.

L'importance primordiale du plan d'affaires

Parallèlement à la responsabilisation des administrateurs, la nouvelle réglementation, à la lecture de l'instruction AMF n°2006-07²⁰ dont le contenu a été sensiblement révisé et augmenté, consacre le rôle clé de la fonction financière en relation avec la gouvernance, non seulement de la cible mais également, dans certains cas, de l'initiateur en insistant, pour la documentation de l'avis motivé sur l'offre de l'organe social compétent de la cible, sur la présentation de données prévisionnelles, notamment d'un plan d'affaires, qui puisse être « challengé » par l'expert indépendant :

- A-t-il été revu ou approuvé par l'organe social compétent selon les procédures habituelles ?
- Traduit-il, au moment de l'offre publique, la meilleure estimation possible des prévisions de la cible ?
- Existe-t-il d'autres données prévisionnelles pertinentes (par exemple les plans d'affaires sous-tendant les tests de dépréciation des actifs au titre du dernier exercice clos) ?
- Une explication des éventuelles différences significatives avec la communication antérieure de la cible est également requise.

À titre de recoupement, l'avis motivé de l'organe social compétent doit impérativement mentionner la liste des réunions qui se sont tenues ainsi que les thèmes et problématiques traitées et, s'il y a lieu, les raisons pour lesquelles aucun plan d'affaires ou aucune donnée prévisionnelle pertinente n'ont été transmis à l'expert indépendant.

PARALLÈLEMENT À LA RESPONSABILISATION DES ADMINISTRATEURS, LA NOUVELLE RÉGLEMENTATION CONSACRE LE RÔLE CLÉ DE LA FONCTION FINANCIÈRE EN RELATION AVEC LA GOUVERNANCE, NON SEULEMENT DE LA CIBLE, MAIS ÉGALEMENT, DANS CERTAINS CAS, DE L'INITIATEUR

La problématique récurrente des synergies

Il est également demandé à l'initiateur de décrire dans sa note d'information les motifs de l'offre, dans la limite des données dont il a connaissance et en cohérence avec ses intentions en matière de politique industrielle, sociale et financière; ce dernier registre financier pointe en particulier sur :

- les synergies éventuellement envisagées,
- le montant et la date approximatifs des gains économiques attendus de l'opération,
- et, en cas d'offre de fermeture, au titre de sa nouvelle stratégie, la confirmation par l'initiateur de ses implications sur la valorisation de la cible.

Pour « verrouiller » ce dispositif encadrant les prévisions et impliquant le cas échéant l'initiateur, il appartient à l'expert indépendant d'indiquer dans son rapport s'il a eu accès à l'ensemble des informations qui lui sont utiles, tant auprès de la cible que de l'initiateur, et ce quelle que soit la nature de l'offre; sont explicitement visées « les données prévisionnelles concernant la cible établies par l'initiateur » et « les éventuelles synergies anticipées lorsqu'elles sont chiffrées²¹ ».

Dans ses éléments de réponse à la consultation publique de l'AMF sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, le groupe de travail « Le retrait obligatoire » de l'APEI insistait, en ce qui concerne les synergies attendues de l'opération, sur la « double condition » que leur chiffrage ait été rendu public et que leur répartition entre l'initiateur et la société visée par l'offre soit documentée, pour que l'expert indépendant puisse mener à bien ses diligences, par référence aux données prévisionnelles établies

par l'initiateur. La recommandation AMF n°2006-15 précise à cet égard, de façon permanente, au chapitre des « principes de cohérence et de pertinence » [article 3.2.3], que « lorsqu'il est fait état de synergies susceptibles de résulter du rapprochement avec la société visée, l'expert indépendant indique, le cas échéant, comment il a pris en compte ces synergies ». L'expert indépendant n'a donc pas à chiffrer lui-même les synergies, mais peut expliquer comment il les a appréhendées, par exemple dans son appréciation de la prime offerte par l'initiateur de l'offre sur la valeur fondamentale de la cible.

En attendant les effets futurs et concrets de la réforme

La nouvelle réglementation confère en définitive à la gouvernance, en la personne des administrateurs, en particulier des membres indépendants réunis au sein du « comité ad hoc », une responsabilité accrue dans la preuve de transparence :

- du choix et de la justification du choix de l'expert indépendant (notamment dans le cadre des appels d'offres), ainsi que le suivi de ses travaux;
- de la régularité des contacts et points d'étape avec l'expert indépendant sur le déroulement de sa mission et le cas échéant les sujets concernant l'offre soulevés par les actionnaires ainsi que les réponses éventuelles à y apporter;
- de la mise à disposition des actionnaires des informations utiles sur les coordonnées des interlocuteurs susceptibles d'être contactés, tant auprès de la cible que de l'expert indépendant.

La diversité des formes d'offres influe nécessairement sur la documentation préparatoire à la mise en œuvre de l'offre. Le DAF, en relation non seulement avec l'organe d'administration,

1— Article 75 I de la loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises.

2— Article L. 433 du code monétaire et financier.

3— Article 237-1 du règlement général de l'AMF.

4— Naulot J.M. (2005). Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées. Groupe de travail présidé par Jean-Michel Naulot, 47 p.

5— Rapport Naulot, p. 23.

6— Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition.

7— Directive OPA, article 15 (« Retrait obligatoire »).

8— Rapport du groupe de travail de l'AMF « Les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques », septembre 2019, 34 p. (hors annexes incluant la lettre de mission du Président de l'AMF).

9— « Éléments de réponse du Groupe de travail « Le retrait obligatoire » de l'APEI à la consultation publique sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques publiée par l'AMF le 16 septembre 2019 », 11 octobre 2019, 16 p.

10— « Observations dans le cadre de la consultation publique sur les modifications de la réglementation AMF à la suite du rapport du groupe de travail de l'Autorité », 15 octobre 2019, 15 p.

11— « Retour de consultation publique sur un projet de modification de la réglementation à la suite du rapport du groupe de travail sur le retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques », 10 février 2020, 13 p.

12— Par référence notamment à l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, qui mentionne de façon non limitative divers cas de figure générant des situations de conflits d'intérêts.

13— Instruction AMF n°2006-08, article 1^{er}.

14— Article 261-1-1 du règlement général de l'AMF et article 2 de l'instruction AMF n°2006-08.

15— Instruction AMF n°2006-08, article 3 10^o.

16— Instruction AMF n°2006-07, article 3 5^o.

17— Recommandation AMF n°2006-15, article 5^o.

18— Instruction AMF n°2006-07, article 1^{er} (contactOPA@amf-france.org).

19— Cretté O. (2018). « Le DAF en phase d'OPA/OPE: partenaire essentiel de l'expert indépendant », *finance&gestion* n°361, juillet-août, pp. 32-35.

20— Article 2 (« Note d'information de l'initiateur ») et article 3 (« Note en réponse de la société visée »).

21— Instruction AMF n°2006-08, article 3 7.

mais également avec la direction juridique et les directions opérationnelles, se trouve souvent au croisement de nombreuses informations indispensables à l'expert indépendant dans ses travaux d'évaluation. Son rôle s'avère ainsi déterminant, tant en ce qui concerne :

- **la cible**: documentation du plan d'affaires sous-tendant les travaux de l'expert indépendant au regard de l'historique et de la communication financière [tout en en préservant le caractère confidentiel vis-à-vis des tiers];
- **l'initiateur**: présentation et le cas échéant chiffrage des perspectives post intégration de la cible en lien avec les synergies [pouvant augurer de projets ultérieurs de fusion].