

L'attestation d'équité appellation contrôlée

ÉRIC CAFRITZ¹

OLIVIER GENICOT²

JEAN-FLORENT RÉROLLE³

CHapo

L'évaluation indépendante a fait son apparition sur les marchés français suite à l'adoption en 1993 d'une loi imposant l'évaluation des titres d'une société faisant l'objet d'un retrait obligatoire⁴, avec pour objectif de protéger l'intérêt des actionnaires minoritaires. Dans ce type d'opération, l'évaluation des titres de la société visée est généralement confiée à la banque conseil, sous la responsabilité de l'initiateur. Cette évaluation est assortie de l'appréciation d'un expert indépendant dont la désignation est soumise à l'agrément de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Si cette appréciation a été qualifiée d'"attestation d'équité", c'est en raison d'un amalgame qui s'est immédiatement opéré avec un autre type d'évaluation que les Anglo-Saxons appellent "*fairness opinion*". Mais, comme l'avait souligné dès 1995 la Commission des opérations de bourse (COB devenue AMF), il existe deux approches qui coexistent, mais qui ont des formes, des acteurs et des objectifs différents⁵.

Dans le cadre d'un retrait obligatoire, l'attestation d'équité consiste à revoir les travaux d'évaluation effectués par l'initiateur et son conseil afin de s'assurer du caractère "*convenable*" ou "*équitable*" du prix proposé⁶. L'expert doit répondre à la question de savoir si le prix proposé aux

actionnaires minoritaires est supérieur ou égal à la valeur de l'action telle qu'elle peut être appréciée grâce aux différents critères d'évaluation habituellement retenus. Son travail consiste à revoir et non à refaire les travaux d'évaluation, en les complétant, le cas échéant, par des approches complémentaires ou des analyses de sensibilité. Cette attestation d'équité s'adresse avant tout aux actionnaires minoritaires. Les experts retenus sont pour l'essentiel des cabinets d'évaluation indépendants ou des cabinets d'experts comptables.

La "*fairness opinion*" dérivée des pratiques de gouvernance anglo-saxonnes est un concept beaucoup plus large et à géométrie variable. À la différence de la précédente, la *fairness opinion* est facultative. Elle consiste en une déclaration faite par un conseil financier qui atteste que le prix reçu ou versé ou les termes d'une opération (fusion, acquisition, désinvestissement, émission de titres...) sont équitables d'un point de vue financier à l'égard de l'entreprise, de ses actionnaires ou de tout ou partie de ceux-ci. L'angle et les techniques d'analyse vont être différents selon la qualité du mandant et la nature du mandat donné à l'expert. Celui-ci est généralement une banque d'affaires.

Dans cette seconde acception, l'équité fait référence au résultat de la transaction qui doit être adéquat, juste,

1. Avocat à la Cour, avocat au barreau de New York, Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson (Europe).

2. Avocat au barreau de New York, Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson (Europe).

3. Directeur, Houlihan Lokey Howard & Zukin, Président de la Société française des évaluateurs.

4. Article 16 de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses

dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers, codifié à l'article L 433-4 II du Code monétaire et financier ; voir également l'article 237-1 du règlement général de l'AMF (RGAMF).

5. Bulletin COB n° 296, novembre 1995, p. 34.

6. Les deux expressions sont utilisées dans le Bulletin COB n° 296, novembre 1995.

raisonnable eu égard au contexte dans lequel elle s'inscrit et pour ce qui concerne la partie destinataire de l'avis. Le montant de l'opération est évidemment une donnée essentielle, mais la fairness opinion doit, le cas échéant, tenir compte du processus par lequel ce résultat a été obtenu. L'étude de l'ensemble du contexte juridique, économique et financier fait partie intégrante du raisonnement de l'expert. Il en résulte que le prix jugé équitable n'est pas forcément le plus élevé ou le plus bas possible (selon la partie qui demande une *fairness opinion*). Cette analyse qui comporte souvent, mais pas toujours, une véritable évaluation s'adresse en premier lieu au conseil d'administration qui trouve là un moyen idéal pour prendre une décision informée et la moins biaisée possible. Les actionnaires n'ont pas accès au rapport ou à la présentation faite au conseil. Seules l'existence de la mission, ses limites, et ses conclusions font l'objet d'une divulgation publique.

En raison du flou juridique entourant l'évaluation financière indépendante, l'AMF a décidé, en novembre 2004, de mettre en place un groupe de travail présidé par Jean-Michel Naulot afin de faire des propositions tendant au renforcement de l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées. En étendant le champ d'application des attestations obligatoires tout en prônant leur renforcement, les vingt-cinq conclusions du groupe (le rapport) rapprochent les deux formes d'attestations d'équité. Après une consultation de place, la réglementation existante devrait subir des aménagements profonds qui devraient modifier les méthodes des directions générales et des conseils d'administration.

Dans le but d'accroître la compétitivité de la place de Paris, le groupe de travail a, par ailleurs, souhaité voir les recommandations du rapport aller dans la même direction que celles qui sont actuellement à l'étude aux États-Unis et au Royaume-Uni.⁷ Le groupe de travail a notamment pris connaissance des propositions faites par la *National Association of Securities Dealers (NASD)*⁸ ainsi que des réactions qu'elles ont suscitées. En publiant d'ores et déjà son rapport, le groupe de travail prend une longueur d'avance dans la formulation des réflexions actuellement menées au niveau international.

Si les mesures préconisées par le rapport sont adoptées telles quelles par l'AMF, le recours à l'attestation d'équité sera étendu à plusieurs opérations ne relevant pas de la réglementation actuelle (I) et l'appellation "*attestation d'équité*" sera dorénavant réservée aux seules attestations répondant à des normes précises (II).

I. Extension du champ d'application de l'attestation d'équité

Le rapport pose le principe fondamental selon lequel un "*expert indépendant doit être nommé dès lors qu'un*

conflit d'intérêts potentiel existe au sein des instances décisionnelles de la société concernée par une offre ou une opération financière".⁹ Le rapport incite ainsi les conseils d'administration des sociétés visées à recourir à l'attestation d'équité dès que surgit un doute sur l'existence potentielle d'un conflit d'intérêts, même si, au moment où le conseil se réunit, ce conflit est encore latent.

Cette incitation est la conséquence de la responsabilité accrue que le groupe de travail souhaite faire peser sur le conseil d'administration, afin que l'attestation d'équité lui permette de prendre une décision plus éclairée "*sur l'offre ou l'opération concernée, ses conditions ou son impact, notamment pour les actionnaires minoritaires*".

Le rapport identifie toute une série de cas où un risque de conflit d'intérêts est réputé exister et pour lesquels le recours à une attestation d'équité deviendrait alors obligatoire. Outre deux cas faisant déjà l'objet d'une réglementation, les offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire (OPR-RO) et les opérations de fusion-absorption (A), le rapport identifie plusieurs autres types d'opérations de rapprochement pouvant donner lieu à des conflits d'intérêts potentiels nécessitant l'intervention d'un expert indépendant (B).

A. Cas déjà prévus par la réglementation en vigueur et pour lesquels la mission de l'expert est renforcée

a. Les offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire (OPR-RO)

Lorsqu'un actionnaire ou un groupe majoritaire détenant au moins 95 % du capital ou des droits de vote d'une société, souhaite se voir transférer les titres non présentés par les actionnaires minoritaires à l'issue d'une offre publique de retrait, il doit fournir à l'appui du projet d'offre une évaluation des titres de la société visée, assortie de "*l'appréciation*" d'un expert indépendant dont l'agrément a été préalablement soumis à l'AMF.¹⁰

Conformément aux dispositions réglementaires, l'expertise indépendante est aujourd'hui organisée par la société initiatrice, en tant qu'actionnaire majoritaire de la société visée, et non pas par le conseil d'administration de cette dernière. Cette expertise ne donne lieu qu'à une appréciation du prix proposé par l'expert. Celui-ci ne procède généralement pas à une évaluation complète de la société concernée. Pour combler ces lacunes, le rapport propose de renforcer le travail de l'expert dont la mission consisterait en une évaluation préparée conformément aux standards définis par le rapport.¹¹

L'initiative de cette expertise devra désormais être prise par le conseil d'administration de la société visée. Le rapport le désigne comme étant le mieux placé pour veiller à ce que toutes les diligences nécessaires de soutien à la mission d'expertise soient mises en œuvre et, le cas

7. Rapport, p. 5.

8. Voir "Notice to Members" n° 04-83, novembre 2004, relative aux "fairness opinions". Suite à ces propositions, le NASD a lancé une consultation de place qui devrait prochainement aboutir sur des propositions de nouvelles règles qui devront être soumises à la SEC (le régulateur boursier américain) pour homologation ; Voir également S. Cefali, Indepen-

dent Fairness Opinions are Critical, Los Angeles Business Journal, 15 décembre 2003, rapportant que le procureur général de l'état de New York, Eliot Spitzer, envisagerait également d'agir dans ce domaine.

9. Rapport, p. 8.

10. Article 237-1 du Règlement général de l'AMF.

11. Rapport, p. 14.

échéant, désigner un comité d'administrateurs indépendants chargé de superviser la mission de l'expert.

Bien que de cette recommandation semble apporter une meilleure protection des actionnaires minoritaires, elle ne résoudra pas nécessairement toutes les difficultés. En effet, il peut exister des circonstances dans lesquelles les administrateurs de la société visée se trouveraient eux-mêmes en situation de conflit d'intérêts au regard de l'opération envisagée. Ce serait notamment le cas lorsque l'initiateur détiendrait déjà le contrôle de la cible, rendant probable sa détention de la majorité au sein du conseil d'administration de la société visée. Dans de telles circonstances, la désignation d'un comité d'administrateurs indépendants semblerait s'imposer avec d'autant plus de force.

L'expertise indépendante devrait intervenir dès l'offre initiale lorsque l'initiateur aura fait connaître à l'AMF, lors du dépôt du projet d'offre publique de retrait, conformément à l'article 237-1 al. 2 du règlement général de l'AMF, qu'il compte se réserver la faculté de demander la mise en œuvre du retrait obligatoire une fois l'offre terminée ou qu'il demande que le retrait obligatoire soit effectué dès la clôture de l'offre publique de retrait.

Dans la mesure où le retrait obligatoire s'effectue au prix déterminé par l'expert indépendant, ou s'il est plus élevé, au prix proposé lors de l'offre publique de retrait, il est alors logique de faire intervenir l'expert dès le lancement de l'offre publique de retrait afin d'éviter la possibilité que le prix déterminé par lui lors du retrait obligatoire ne diffère de celui proposé par la société initiatrice lors de l'offre publique de retrait.

b. Les fusions

Le groupe de travail recommande que toute fusion entre deux sociétés cotées donne lieu à une évaluation indépendante, sauf si la fusion est consécutive à une "offre volontaire sur une société non contrôlée".¹² Il s'agit d'une extension logique du champ d'application de l'expertise indépendante dans la mesure où les fusions peuvent susciter des conflits d'intérêts au sein des instances décisionnelles d'une société, notamment lorsque les sociétés qui fusionnent sont contrôlées par un même actionnaire.¹³ Il convient toutefois de s'interroger sur la portée de l'exception prévue pour l'offre volontaire portant sur une société non contrôlée. En limitant cette dérogation aux seules offres volontaires, le rapport semble instituer le recours impératif à une expertise indépendante pour les fusions consécutives à une offre obligatoire¹⁴, éventualité cependant limitée puisque les opérations de fusion peuvent bénéficier d'une dérogation à l'obligation de déposer une offre obligatoire lorsqu'elles sont soumises à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires¹⁵ et que, selon certains auteurs, les dérogations au dépôt obligatoire

d'une offre sont accordées dans la quasi-totalité des cas.¹⁶

Les fusions de sociétés cotées mais aussi non cotées font déjà l'objet d'une législation relativement protectrice des intérêts des actionnaires. Le conseil d'administration de chacune des sociétés participant à l'opération est tenu d'établir un rapport expliquant et justifiant le projet de fusion de manière détaillée, particulièrement en ce qui concerne le rapport d'échange des actions et les méthodes d'évaluation utilisées.¹⁷ Un commissaire à la fusion est en outre désigné par le président du tribunal de commerce aux fins d'établir un rapport vérifiant le caractère équitable du rapport d'échange ainsi que la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération.¹⁸

Le rapport reconnaît d'emblée que les recommandations préconisées par le rapport ne mettront pas fin à la "dichotomie entre expertise indépendante et attestation d'équité dans le cas de l'attestation d'équité délivrée par les commissaires à la fusion à la demande du tribunal de commerce".¹⁹ Cette précision reconnaît implicitement le fait que le rôle du commissaire à la fusion n'est pas tout à fait celui d'un expert indépendant.

D'une part, le commissaire à la fusion est désigné par le président du tribunal de commerce et non par le conseil d'administration des sociétés participant à l'opération.²⁰ D'autre part, il peut se faire assister dans l'accomplissement de sa mission par des experts de son choix²¹, lesquels peuvent être précisément les mêmes que ceux qui ont été chargés par la société de délivrer une attestation d'équité. Enfin, le commissaire à la fusion délivre son rapport aux conseils d'administration des deux sociétés, ce qui le conduit à une conclusion équilibrée qui peut être différente de celle à laquelle un expert indépendant serait arrivé en examinant la transaction uniquement sous l'angle des actionnaires minoritaires de la société absorbée.

Le rapport ne ferme toutefois pas la porte à toute possibilité pour les commissaires à la fusion de fournir une attestation d'équité. Si la "vérification" effectuée par les commissaires à la fusion dans le cadre de leur mission d'appréciation de la parité d'échange répond à l'ensemble des recommandations du rapport, leur mission pourra avoir "valeur d'expertise indépendante"²² et, par voie de conséquence, être assimilée à une "attestation d'équité". Il n'y aurait alors plus de raison de les différencier des experts indépendants.

Après avoir ouvert la porte à cette éventualité, le rapport en énonce aussitôt la contrepartie : "Une réflexion devrait être entamée parallèlement afin d'élargir la nomination des commissaires à la fusion".²³ Cette proposition vise donc à nommer commissaires à la fusion des experts indépendants autres que les commissaires aux comptes ou experts inscrits sur les listes établies par les cours et tribu-

12. Rapport, p. 15.

13. Voir D. Schmidt, Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, Joly Éditions 2004, p. 294.

14. Alors qu'en principe les offres publiques sont volontaires, en vertu de l'article L 433-3 du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du RGAMF, toute personne venant à détenir plus du tiers des titres de capital ou des droits de vote d'une société est tenue de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote.

15. Article 234-8, 3° du RGAMF.

16. Voir A. Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques, Éditions

Francis Lefebvre, p. 300.

17. Article 236-9 du Code de commerce et Article 256 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967

18. Art. 236-10 II du Code de commerce.

19. Rapport, p. 14.

20. Articles 64 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur renvoi de l'article 257 de ce même décret.

21. Ibid.

22. Rapport, p. 15.

23. Ibid.

naux.²⁴ S'il n'y a plus lieu de distinguer la mission du commissaire à la fusion de celle de l'expert indépendant, pourquoi en réserver le monopole aux seuls commissaires aux comptes ou experts inscrits sur ces listes ?

Par ailleurs, le groupe de travail note que le choix de l'offre de marché devrait être privilégié par les entreprises. Pour ce faire, le rapport anticipe la transposition de la directive 2004-25 du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition et propose d'abaisser le seuil de l'OPR-RO de 95 % à 90 % ainsi que d'autoriser l'initiateur d'une OPR-RO de payer le retrait obligatoire en numéraire ou en titres.²⁵

B. Intervention de l'expert étendue à plusieurs opérations non couvertes par la réglementation actuelle

a. Les OPA/OPE

La COB indiquait déjà dans l'instruction de mai 2002 prise en application du règlement 2002-04 relatif aux OPA, qu'une attestation d'équité devrait être établie à la demande 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'intérêt des actionnaires"*.²⁶ Toutefois, la doctrine était partagée sur le caractère facultatif ou impératif de l'attestation d'équité pour les opérations explicitement énumérées par l'instruction.²⁷

Le rapport tranche le débat de manière claire. Le recours à l'attestation d'équité est dorénavant obligatoire dans le cadre de toute OPA lorsqu'il existe un conflit d'intérêts au sein des instances décisionnelles de la société visée.²⁸ Cela concerne en premier lieu certaines offres publiques d'acquisition ou d'échange simplifiées (OPAS/OPES)²⁹ mais aussi les OPA réalisées dans des conditions atypiques, telles que celles rémunérées par des titres de créance complexes.³⁰ Une OPA inamovible pourrait ainsi devoir faire l'objet d'une expertise indépendante alors qu'elle n'entraîne normalement pas un conflit d'intérêts au sein des instances décisionnelles de la société visée.

L'article 233-1 du règlement général de l'AMF (RGAMF) prévoit huit possibilités d'OPAS donnant lieu à une procédure simplifiée. Parmi celles-ci, le rapport vise, en premier lieu, les OPAS *"lancées par un actionnaire qui contrôle déjà la société (offre volontaire)"*. Hypothèse qui correspond à l'article 233-1, 1^o du RGAMF, communément appelée *"offre de fermeture"*, qui autorise l'emploi de

la procédure simplifiée d'offre publique, par un actionnaire détenant déjà, seul ou de concert, la moitié au moins du capital et des droits de vote d'une société. La détention d'une fraction du capital conférant la majorité des droits de vote faisant présumer le contrôle de la société visée.³¹ Cette extension du domaine d'application de l'attestation d'équité est logique car, comme le notent certains auteurs, il n'est pas rare que, dans le cadre d'une restructuration de groupe, l'offre de fermeture précède une offre publique de retrait.³² Dans la pratique, la société initiatrice informe le marché de son intention de retirer la société visée de la cote dès le dépôt du projet d'offre.³³ La société visée devra alors avoir recours à une attestation d'équité dès l'offre de fermeture.

Le rapport impose également le recours à l'attestation d'équité en cas d'offre publique de rachat (OPRA) ou d'OPAS lancée par une société sur ses propres titres *"lorsque l'actionnaire de contrôle n'apporte pas ses titres à l'offre"*.³⁴ Devant être adressée à tous les actionnaires, une offre de rachat lancée par une société cotée, en application de l'article 233-1, 5^o du RGAMF, prend la forme d'une OPRA.³⁵ L'acceptation de l'offre de rachat ne s'impose pas aux actionnaires qui demeurent libres de présenter leurs titres ou de les conserver. Comme toute OPA ou OPAS, elle nécessite l'établissement d'un projet de note d'information soumis au visa de l'AMF³⁶, lequel doit contenir l'avis motivé du conseil d'administration sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour les actionnaires de la société.³⁷

Puisqu'une telle opération oblige la société d'annuler les titres rachetés au plus tard un mois après la clôture de l'offre³⁸, l'opération doit être préalablement autorisée par l'assemblée générale extraordinaire qui se prononce après communication du rapport spécial des commissaires aux comptes.³⁹ Suite à une réduction de capital, les actionnaires toujours présents voient leurs droits augmenter proportionnellement au nombre de titres annulés, ce qui explique que *"les dirigeants et les principaux actionnaires informent souvent le marché, dès le dépôt du projet, qu'ils n'apporteront pas leurs titres à l'offre"*⁴⁰ ; éventualité qui peut provoquer un risque de conflit d'intérêts latent au sein des instances décisionnelles de la société.⁴¹ Dans ces conditions, le rapport prévoit, qu'à titre exceptionnel, l'expert indépendant devra donner un avis indépendant sur les conditions de l'offre du point de vue de celui qui décide d'apporter ses titres et de celui qui refuse, sans qu'une véritable évaluation au sens du rapport soit entreprise.⁴²

24. Articles 64 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur renvoi de l'article 257 de ce même décret.

25. Une telle mesure nécessitera une intervention du législateur en vue de modifier l'article L. 433-4 II. du Code monétaire et financier.

26. Article 1.1.4 de l'instruction de mai 2002 prise en application du règlement 2002-04 relatif aux OPA.

27. Dictionnaire Joly Bourse, Offre publique d'acquisition : Contestation et détermination du prix, p. 78 et s.

28. Rapport, p. 8.

29. Dans un entretien récent, le président du groupe de travail, Jean-Michel Naulot, constatait qu'une OPAS est souvent suivie d'une OPR-RO, créant ainsi un conflit d'intérêts latent requérant une attestation d'équité (Voir Revue mensuelle de l'AMF, n° 10- janvier 2005, p. 86.)

30. Rapport, p. 17.

31. Article L. 233-3 du Code de commerce.

32. F. Bucher et N. Rontchevsky, OPA-OPE - Offre volontaire et offre obligatoire, Dictionnaire Joly Bourse, p. 101.

33. Ibid.

34. Rapport, p. 14.

35. Article 181 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967.

36. Article 233-3 du RGAMF.

37. Article 231-21, 3^o du RGAMF.

38. Article 185 al. 3 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967.

39. Article L. 225-204 du Code de commerce.

40. F. Bucher et N. Rontchevsky, op. cit., p. 104.

41. D'autant plus que les opérations de rachat d'actions ont souvent servi de défenses anti-OPA, "en ce qu'elles permettent de réduire le flotant du capital d'une société et par-là même d'augmenter le cours de bourse du titre" (F. Bucher et N. Rontchevsky, op. cit., p. 103.)

42. Rapport, p. 14.

b. L'augmentation de capital réservée

Sortant du cadre des seules offres publiques, le rapport propose d'étendre le champ d'intervention de l'expertise indépendante à certaines opérations financières, telles que les augmentations de capital réservées, qui peuvent elles aussi susciter des conflits d'intérêts. Cette recommandation s'inscrit dans la logique du rapport de la COB de 1995, qui indiquait, en préambule, que toutes sortes d'opérations peuvent être concernées par la mise en œuvre de la procédure d'attestation d'équité, que la décision ait été prise par l'assemblée générale des actionnaires, le conseil d'administration ou la direction générale.⁴³ Bien que le rapport ne le précise pas, seules les augmentations de capital effectuées par des sociétés cotées devraient être concernées par cette recommandation.⁴⁴

Une augmentation de capital réservée réalisée avec une décote par rapport au cours de bourse devrait désormais donner lieu à une expertise indépendante lorsqu'à l'issue de cette augmentation certains actionnaires obtiennent une position significative dans la société. Dans la mesure où la suppression du droit préférentiel de souscription fait perdre aux actionnaires existants leur droit de se faire compenser financièrement pour la dilution à laquelle ils s'exposent, particulièrement lorsque celle-ci est réalisée avec une décote, l'augmentation de capital réservée peut faire naître un conflit d'intérêts au sein des instances décisionnelles de la société.⁴⁵ L'attestation d'équité pourrait alors servir à éclairer le choix des actionnaires lors de l'assemblée générale appelée à déterminer le prix d'émission ou les conditions de fixation de ce prix.⁴⁶

Le rapport ne précise cependant pas les modalités d'application de la mission de l'expert indépendant dans le contexte d'une augmentation de capital. Si l'attestation d'équité accompagne les rapports du conseil d'administration et des commissaires aux comptes, sa coordination avec ceux-ci devra alors être précisée.⁴⁷ Les commissaires aux comptes ont en effet pour mission de donner leur avis sur la proposition de suppression du droit préférentiel, sur le choix des éléments de calcul du prix d'émission et sur son montant, ainsi que sur l'incidence de l'émission sur la situation des titulaires de titres de capital et de valeurs mobilières donnant accès au capital, appréciée par rapport aux capitaux propres et, le cas échéant, sur la valeur boursière de l'action.⁴⁸

Par ailleurs, en cas d'apports en nature ou de stipulation d'avantages particuliers, l'expert indépendant devra également intervenir au côté des commissaires aux apports. En effet, les commissaires aux apports sont tenus d'apprécier si la valeur des apports correspond à la valeur

au nominal des actions à émettre⁴⁹, mais aussi selon une recommandation de la COB⁵⁰, de se prononcer sur la rémunération des apports, impliquant une estimation comparative de la valeur des titres de la société qui reçoit les apports avec la valeur de ces derniers. Selon la COB, la fixation de la rémunération des apports revêt une importance fondamentale car elle détermine le caractère équitable d'une opération.⁵¹ Les commissaires aux apports devront dès lors restreindre leur mission de manière à tenir compte de celle qui incombe désormais à l'expert indépendant.

c. Les cas atypiques

Finalement, le rapport identifie certaines opérations qualifiées "d'atypiques" qui pourraient exiger le recours à une attestation d'équité. Le groupe de travail estime que ces opérations ne donnent normalement pas lieu à des conflits d'intérêts au sein des instances décisionnelles d'une société, mais peuvent en faire naître "du fait de caractéristiques particulières".⁵²

Ce faisant, le groupe de travail reprend certaines des recommandations faites par la COB dans son rapport de 1995 et dans l'instruction prise en application du règlement n° 2002-04 relatif aux OPA. Il est toutefois intéressant de constater que dans la pratique, nombre des hypothèses envisagées ne sont pas tellement atypiques. Comme le note un auteur, "le conflit d'intérêts apparaît lorsqu'une personne, actionnaire ou dirigeant, se trouve en situation de choisir entre la satisfaction de l'intérêt commun des actionnaires et celle de son intérêt personnel opposé".⁵³ Or les dirigeants de sociétés visées sont souvent confrontés à des intérêts divergents dans le cadre d'opérations de rapprochement d'entreprises.

Le groupe de travail reprend le critère des opérations connexes que la COB avait déjà mentionné en 1995, car elles sont susceptibles de porter atteinte au respect de l'égalité de traitement des actionnaires lorsqu'elles ont un impact significatif sur le prix. À l'époque, la COB notait que "lorsque, à côté de l'opération financière considérée, existent une ou plusieurs opérations connexes, ou simplement concomitantes, il devient difficile d'identifier le prix individualisé de l'opération principale".⁵⁴ Le recours à une attestation d'équité viendrait ici aussi éclairer le choix des actionnaires.

Il peut s'agir d'un cas de cession d'actifs importants d'une société objet d'une garantie de cours à l'actionnaire ancien, le prix d'une telle "rétrocession" apparaissant alors comme un élément du prix global.⁵⁵ Mais, il pourrait également s'agir d'avantages particuliers obtenus par les diri-

43. Bull. COB, n° 296, novembre 1995, p. 35.

44. Le rapport étant intitulé "pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées."

45. Ce conflit d'intérêts est toutefois atténué par le fait qu'en vertu de l'article L 225-138 I du Code de commerce, les actionnaires nommément désignés bénéficiaires de l'augmentation de capital ne peuvent prendre par au vote de l'assemblée générale extraordinaire qui décide l'augmentation de capital.

46. Depuis sa modification par l'Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, l'article L 225-138 II du Code de commerce ne prévoit plus la possibilité pour l'assemblée générale extraordinaire de déléguer au conseil d'administration la fixation du prix de l'émission dans

le cadre d'une augmentation de capital réservée.

47. Voir T. Granier, op. cit., p. 708, exposant le risque de voir l'expert s'appuyer sur un des rapports produit par le contrôleur des comptes sans procéder à une analyse plus approfondie.

48. Article 155-1 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967.

49. Article 64-1 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur renvoi de l'article 169 de ce même décret.

50. Recommandation COB de juillet 1977, p. 8.

51. Ibid.

52. Rapport, p. 17.

53. D. Schmidt, Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, Joly éditions 2004, p. 28.

54. Bulletin COB n° 296 novembre 1995, p. 36.

55. Ibid.

geants de la société cible (notamment des parachutes dorés ou autres indemnités de départ) pour lesquels le rapport conseille d'être particulièrement vigilant.

Le NASD identifie d'autres conflits d'intérêts pouvant naître d'une telle situation, notamment lorsque l'administrateur ou le dirigeant de la société qui obtiendrait des avantages particuliers, serait le mandataire social chargé d'engager l'expert indépendant ou serait à même de recruter celui-ci ultérieurement pour d'autres missions de conseil. Le conflit d'intérêts se situerait alors au niveau de l'expert indépendant et du mandataire en question. C'est pour cette raison qu'aux États-Unis, l'auteur de l'attestation d'équité est souvent désigné par un comité d'administrateurs indépendants.

Le rapport ne reprend pas le critère des opérations financières impliquant des sacrifices ou des abandons financiers de nature différente selon les porteurs de titres. Pour ces opérations, la COB recommandait en 1995 d'avoir recours à une attestation d'équité aux fins de justifier aux uns et aux autres que leurs efforts respectifs étaient équitables au regard de la nature des titres qu'ils détenaient.⁵⁶

II. Un contrôle renforcé des travaux de l'expert indépendant

Corollaire de l'élargissement très sensible de ce champ d'intervention, le groupe de travail souhaite faire de l'attestation d'équité une appellation réservée aux seules attestations répondant aux normes énoncées dans le rapport.⁵⁷ Ces normes s'articulent autour d'un renforcement des garanties d'indépendance de l'expert (A), d'un meilleur encadrement de sa mission (B) et d'une définition plus précise du contenu de sa mission (C).

A. Renforcement des garanties d'indépendance

Comme son nom l'indique, l'expert indépendant se doit d'être indépendant. Cette indépendance s'apprécie tant vis-à-vis de la société initiatrice que de ses banques conseil.

Cette prescription exclut, a fortiori, la possibilité pour une banque de cumuler les fonctions de conseil pour la société initiatrice et d'expert indépendant pour le conseil de la société visée, et ce pendant un délai de deux ans précédant l'opération.⁵⁸ En ce qui concerne la banque conseil de la société visée, le rapport est plus ambivalent.

D'une part, il précise que "le fait qu'une institution financière qui a réalisé plusieurs missions de conseil pour la société visée soit nommée en tant qu'expert de la société visée ne devrait pas être prohibée..."⁵⁹ sauf, bien sûr, si la société initiatrice et la société visée appartiennent à un groupe intégré.⁶⁰

D'autre part, il préconise que l'expert publie "une déclaration d'indépendance stricte vis-à-vis... de la société visée et de [ses] conseils".⁶¹ De la juxtaposition de ces deux recommandations, il semblerait que la banque conseil de la société visée ne pourrait cumuler les fonctions de conseil et d'expert indépendant à l'occasion d'une même opération. Contrairement à la banque conseil de la société initiatrice, le délai de deux ans ne lui serait pas applicable.

a. La déclaration d'indépendance

Le rapport recommande que l'expert publie une déclaration d'indépendance stricte appréciant son indépendance en fait et en apparence. Le montant de la rémunération versée à l'expert devra également faire l'objet d'une publicité. Ces recommandations vont dans le même sens que celles proposées par le NASD.⁶²

Cependant, le rapport va plus loin que le NASD. Si l'expert fait l'objet de l'un des conflits d'intérêts énumérés par le rapport, il est alors "empêché" de signer la déclaration d'indépendance.⁶³ Or, l'obligation pour l'expert de signer une déclaration d'indépendance est l'un des principes fondamentaux de l'expertise indépendante.⁶⁴ N'ayant pas signé la déclaration d'indépendance, l'expert ne sera pas en mesure de désigner son opinion "attestation d'équité".⁶⁵

Il en va ainsi lorsque l'expert a un "intérêt pécuniaire, autre que le mandat publié, dans la réalisation de l'opération projetée".⁶⁶ Allant au-delà du principe général énoncé en préambule de la section 2.4 du rapport, cette interdiction empêche non seulement l'expert d'avoir un intérêt significatif dans "le succès" de l'opération mais, en outre, d'avoir un intérêt pécuniaire dans "la réalisation" de l'opération.

Dans le prolongement de ces recommandations, le rapport souligne que la rémunération de l'expert doit être forfaitaire et rester due quelle que soit l'issue de l'opération.⁶⁷ En dissociant la rémunération de l'expert de l'issue de l'opération, le rapport accroît l'indépendance de l'expert. Toutefois, il existe des situations où l'indépendance de l'expert peut se trouver renforcée par une rémunération fixée en fonction de l'issue de l'opération. C'est particulièrement le cas lorsque l'expert est engagé par la société visée, situation dans laquelle l'obtention du prix le plus élevé aligne ses intérêts sur ceux des actionnaires de la société visée.

56. Id.

57. Rapport, p. 13.

58. CalPERS, le fonds de pension le plus important aux États-Unis, milite actuellement auprès du NASD en faveur d'une telle mesure.

59. Rapport, p. 12.

60. Incidemment, le rapport n'envisage pas l'hypothèse, certes beaucoup plus rare, de l'expert fournissant une attestation d'équité sur une opération lancée par lui-même. (Voir notamment le cas de la fusion de J.P. Morgan Chase & Co avec Bank One Corp dans laquelle J.P. Morgan

a fourni à ses actionnaires une attestation d'équité établie par elle-même.)

61. Rapport, p. 11.

62. "Notice to Members" n° 04-83, novembre 2004, p. 1012.

63. Rapport, p. 11.

64. Rapport, p. 9.

65. Rapport, p. 13.

66. Rapport, p. 12.

67. Rapport, p. 9 et 12.

b. Autres conflits d'intérêts

Les autres conflits d'intérêts identifiés par le rapport, tels que l'existence de liens juridiques ou capitalistiques, l'existence d'une mission de conseil avec la société initiatrice ou l'existence d'une créance ou d'une dette entre la société initiatrice et l'expert, doivent également faire l'objet d'une publicité dans la déclaration d'indépendance.

Cependant, si le conflit n'est pas de nature à créer un lien de dépendance, l'expert n'est pas pour autant empêché d'établir une attestation d'équité. Il devra seulement démontrer l'existence d'une organisation appropriée du type "muraille de Chine", assurant son indépendance dans la conduite de sa mission. Nuance qui apporte de la souplesse à des règles pour le moins rigoureuses.

Finalement, aucune recommandation du rapport ne vient expliciter l'indépendance de l'expert appelé à fournir une attestation d'équité pour le compte du conseil d'administration de la société initiatrice. Or, le groupe de travail prévoit expressément que *"le conseil d'administration de la société initiatrice peut également nommer un expert indépendant afin d'informer ses actionnaires minoritaires dans le cadre d'une opération lorsqu'elle estime qu'il peut exister un conflit d'intérêts au sein de ses propres instances décisionnelles"*.⁶⁸ Dans ce cas, il semble qu'il conviendrait de transposer à l'initiateur les solutions retenues pour la société visée.

B. Meilleur encadrement de la mission de l'expert

Lors de sa conférence de presse du 13 avril 2005, Jean-Michel Naulot⁶⁹ déclarait qu'il était nécessaire de *"rehausser la qualité des travaux effectués [par les experts] aujourd'hui de façon très inégale et dans une fourchette de rémunération très large"*.⁷⁰ Afin d'y remédier, le rapport fait un certain nombre de recommandations qui visent à renforcer les obligations de compétence et de diligence que les experts indépendants doivent respecter dans l'accomplissement de leur mission, et à améliorer leur encadrement par le conseil d'administration, et le cas échéant, par les organisations professionnelles. Parallèlement, le groupe de travail propose de substituer à l'agrément qui est devenu une simple formalité, un principe de transparence des diligences et un contrôle a posteriori par l'AMF sur le respect par l'expert des règles de transparence et de méthodologie d'intervention. Ce contrôle a posteriori irait jusqu'à la vérification du dossier et l'examen des travaux effectués. Une échelle de sanctions pourrait être prévue allant de l'avertissement jusqu'à l'interdiction définitive d'exercer selon la gravité des manquements.⁷¹ Peut-être inspiré par des principes d'origine anglo-saxonne, le

68. Rapport, p. 8.

69. Président du groupe de travail.

70. Conférence de presse du 13 avril 2005 lors de laquelle le groupe de travail a présenté le rapport.

71. Rapport, p. 19.

72. L'AMF maintient tout de même une certaine "peur du gendarme" en prévoyant une échelle de sanctions applicables en fonction de la gravité des manquements observés.

73. Rapport AMF 2004 sur les informations publiées par les émetteurs faisant appel public à l'épargne relatives aux conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil d'administration ou de surveillance ainsi qu'aux procédures de contrôle interne, p. 11.

74. Selon le rapport AMF 2004 précité, p. 10, plus des 2/3 des sociétés échantillonnées par l'AMF en 2004, "précisent que leur conseil com-

groupe de travail fait ici le pari de la "transparence des diligences".⁷²

a. Contrôle du conseil d'administration

En premier lieu, le groupe de travail a jugé nécessaire de rappeler et de renforcer la responsabilité "très élevée" pesant sur le conseil d'administration de la société visée. En raison de cette responsabilité, le conseil doit s'assurer du bon déroulement de l'expertise.

Le rapport inscrit ses recommandations dans les principes de bonne gouvernance d'entreprise visant à responsabiliser les administrateurs. L'AMF constatait d'ailleurs récemment *"qu'une implication de plus en plus forte est attendue des administrateurs en terme d'assiduité, d'engagement, de professionnalisme, de temps consacré à l'exercice de leurs fonctions"*.⁷³ Des principes de bonne gouvernance devraient également amener les conseils à désigner un comité d'administrateurs indépendants afin de superviser la mission de l'expert.⁷⁴

Ce faisant, le groupe de travail souhaite donner un rôle particulièrement proactif au conseil d'administration, en commençant par la désignation de l'expert, la fixation de sa rémunération, la définition de sa mission et la mise en œuvre des diligences nécessaires au soutien de sa mission. Parmi ces diligences, le conseil d'administration est ainsi appelé à s'assurer que l'expert possède une compétence, des moyens et une réputation à la hauteur de la mission qui lui est confiée, et que la qualité des informations qui lui sont fournies par les dirigeants et le comité d'audit est satisfaisante. Il lui appartient notamment de valider le plan d'affaires avant de le remettre à l'expert.

Une fois le rapport de l'expert soumis à son appréciation, le groupe de travail invite le conseil à débattre de celui-ci en présence de l'expert. Ce qui devrait avoir pour conséquence de rendre la procédure plus contradictoire et, si ce débat intervient suffisamment en amont, de permettre au conseil de véritablement arrêter sa position en fonction du rapport de l'expert. Le groupe de travail recommande que, même après avoir rendu public son avis, le conseil d'administration réponde aux questions des actionnaires minoritaires en présence de l'expert au cas où un complément d'informations était souhaité.⁷⁵ Les modalités de mise en œuvre de cette recommandation devront être précisées car le rapport publié en appui de l'avis motivé du conseil pourront, pour des raisons de confidentialité, présenter certaines différences avec le rapport détaillé soumis au conseil⁷⁶, mais le rapport public de l'expert devra *"contenir suffisamment d'informations pour permettre de comprendre [son] raisonnement et les grandes hypothèses retenues"*.⁷⁷

prend un ou plusieurs administrateurs indépendants. Dans un peu moins de la moitié des cas, ces administrateurs constituent plus de la majorité des membres du conseil." Les critères d'indépendance retenus par les sociétés échantillonnées sont majoritairement ceux définis par le rapport Bouton.

75. En dehors de cette consultation par les actionnaires, le rapport ne reprend pas l'idée controversée de donner l'initiative de l'expertise indépendante, pour les cas où celle-ci demeure facultative, à un groupement d'actionnaires représentant au moins 5 % du capital (Voir Synthèse de la consultation de place sur le projet de règlement relatif aux OPA et son instruction d'application, Bulletin Mensuel COB - janvier 2002, n° 364, p. 281).

76. Rapport, p. 9.

77. Rapport, p. 24.

Eu égard à la responsabilité accrue du conseil d'administration, il convient de s'interroger sur son éventuelle mise en cause. Selon le droit de la responsabilité civile, la responsabilité des administrateurs peut être retenue si le demandeur à l'action parvient à rapporter la preuve d'une faute de gestion⁷⁸, c'est-à-dire d'un acte contraire à l'intérêt social lui ayant causé un préjudice. Les administrateurs sont susceptibles de répondre de toutes leurs fautes, même non intentionnelles, en cas d'imprudence ou de négligence, et même s'il s'agit de leur inaction.⁷⁹ En faisant peser sur le conseil d'administration l'obligation de veiller au bon fonctionnement de l'expertise indépendante, le rapport augmente le risque encouru par les administrateurs de voir leur responsabilité engagée.

D'autant plus que comme le précisait la COB en 2002, l'attestation d'équité "*ne dégage pas pour autant la responsabilité de l'organe compétent pour l'avis qu'il doit donner aux actionnaires*".⁸⁰

Néanmoins, cette responsabilité à l'égard des tiers, auxquels sont assimilés les actionnaires de la société, devrait rester assez limitée dans la mesure où les tiers ne peuvent mettre en cause la responsabilité personnelle d'un administrateur qu'en cas de faute séparable de ces fonctions. Les critères d'appréciation du caractère séparable de la faute fixés par la Cour de cassation demeurent restrictifs. L'administrateur doit avoir commis "*intentionnellement une faute d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice normal de ses fonctions sociales*".⁸¹ Même si la preuve d'une telle faute était confortée par l'entrée en vigueur des mesures préconisées par le rapport, la preuve du caractère intentionnel de cette faute n'en sera pas facilitée pour autant.⁸²

b. Encadrement par les organisations professionnelles

Le rapport encourage le maintien d'un certain contrôle a priori des experts par des organisations professionnelles, telles que la Société française des évaluateurs (SFEV) ou la Société française des analystes financiers (SFAF), qui pourront être agréées par l'AMF lorsqu'elles se seront dotées "*d'un code de déontologie, de critères transparents de sélection de leurs membres et de procédures de contrôle de leurs membres*". Les organisations professionnelles agréées seront ainsi appelées à contrôler le respect par leurs membres des règles de déontologie et des standards professionnels imposés par l'organisation.

Toutefois, cet encadrement par les organisations professionnelles n'aura pas un caractère impératif car le rapport n'oblige pas les experts à adhérer à de telles organisations. Le groupe de travail tente d'encourager cette adhésion en permettant aux experts de disposer d'une procédure de contrôle interne lorsqu'ils sont membres d'organisations agréées.⁸³ Pour les experts récalcitrants, le contrôle a priori se situera, en toute hypothèse, du côté du conseil d'administration tenu de choisir un expert "*dont la*

compétence, les moyens et la réputation professionnels paraissent appropriés à la mission"⁸⁴ et par le contrôle a posteriori par l'AMF des missions d'expertises effectuées.

c. Obligations de compétence et de diligence

La compétence de l'expert s'apprécie en fonction d'une expérience professionnelle reconnue des marchés financiers et de l'évaluation. En effet, les compétences à mettre en œuvre pour réaliser une attestation d'équité sont différentes de celles requises pour rendre un avis d'appréciation. Pour conduire son analyse, l'expert doit non seulement avoir une compréhension intime du fonctionnement du marché mais il doit, en outre, maîtriser les techniques d'évaluation, ce qui suppose qu'il ait bénéficié d'une solide formation financière technique distincte de la comptabilité. Il devra disposer des moyens et du temps nécessaires à la réalisation de sa mission et avoir obligatoirement souscrit une assurance contre les risques encourus dans le cadre de l'expertise.

Pour mener à bien son évaluation, l'expert ne peut se contenter d'avoir quelques entretiens avec le banquier conseil et travailler sur les projections qui lui sont remises par la direction. Sans l'énoncer de manière explicite, le rapport lui impose l'obligation d'effectuer une véritable "due diligence". Il doit en particulier engager une discussion avec les équipes de la société pour porter un jugement sur le caractère raisonnable du plan d'affaires qui servira de base à ses calculs.⁸⁵ Si les projections qui doivent avoir été validées par le conseil ne lui apparaissent pas réalistes, il doit demander à ce qu'elles soient modifiées. Par ailleurs, l'expert est invité à contrôler que le plan qui lui est présenté n'a pas été bâti pour la circonstance.⁸⁶ Il doit donc disposer d'une équipe dédiée, avoir accès aux bases de données essentielles et mettre en place un processus lui permettant d'assurer la qualité de son intervention.⁸⁷

En France, contrairement aux États-Unis, l'expertise indépendante est généralement confiée à des cabinets spécialisés en expertise de tailles très diverses, et bien plus rarement à des banques d'affaires qui ne sont appelées que lorsque l'opération est très significative.⁸⁸ Ces nouvelles exigences de compétence et de moyens qui s'apprécient en fonction de la taille et de la complexité de l'opération envisagée devraient permettre une amélioration sensible de la qualité des attestations d'équité. C'est au conseil d'administration de la société visée et aux organisations professionnelles agréées qu'incombera désormais la tâche de s'en assurer.

S'inspirant en outre des "*fairness committees*" instaurés par de nombreuses banques américaines, le rapport préconise que les banques ou organisations d'experts indépendants mettent en place des "*comités d'attestation d'équité*" aux fins de veiller "*au bon déroulement des travaux d'évaluation, à la qualité de ces travaux, ainsi qu'à la*

78. Article L. 225-251 du Code de commerce.

79. Com. 25 mars 1997 : RJDA 1997, n° 966 ; Com. 31 janv. 1995 : RJDA 1995, n° 902.

80. Article 1.1.3 de l'Instruction COB de mai 2002 prise en application du règlement 2002-04 relatif aux OPA.

81. Com. 28 avr. 1998 : Bull. civ. IV, n° 139 ; D. 1998. IR. 136 ; D. Affaires 1998.

82. Il convient de signaler que la condition de "faute détachable des

fonctions" n'est pas applicable aux sanctions administratives de l'AMF (Voir Bulletin Joly Bourse Juillet-août 2004, p. 460).

83. Rapport, p. 19.

84. Rapport, p. 10.

85. Rapport, p. 24.

86. Ibid.

87. Rapport, p. 9 et 18.

88. Rapport, p. 7, alinéa 9.

maîtrise des risques liés à la réalisation et à la publication des attestations d'équité".⁸⁹

Tout comme l'instruction COB de 2002, le rapport reste toutefois muet sur le régime de responsabilité applicable aux auteurs de l'attestation d'équité. L'expert indépendant peut se voir appliquer les règles du droit de la responsabilité civile. La jurisprudence ne s'est pas encore prononcée au sujet des attestations d'équité sauf dans le cadre d'une action en responsabilité introduite sur le fondement contractuel.⁹⁰ Il semblerait que l'obligation de l'expert indépendant soit une obligation de moyens et non une obligation de moyens renforcée. En l'absence d'une "erreur grossière, de nature à priver de toute valeur technique l'attestation d'équité litigieuse", il n'y a pas lieu de retenir la responsabilité de son auteur.⁹¹ Mais les nombreuses obligations de compétence et de diligence incombant à l'expert indépendant feront peut-être pencher la balance dans l'autre sens.

d. Mission d'une durée minimum de vingt jours

Partant du constat que la durée de l'expertise varie actuellement entre quelques jours et plusieurs mois, la moyenne étant de cinquante-deux jours⁹², le rapport préconise que l'expert indépendant dispose d'un délai minimum de vingt jours pour réaliser l'attestation d'équité.

Un tel délai s'inscrit dans l'objectif du rapport qui consiste à désigner l'expert le plus tôt possible pour lui permettre de peser pleinement sur la fixation du prix avant que l'offre ne soit annoncée, faisant ainsi de l'attestation d'équité plus qu'une simple formalité destinée à valider un prix établi préalablement à son intervention par la société initiatrice et ses conseils.

Bien que l'intérêt de ces recommandations sur la qualité de l'attestation d'équité ne fasse pas de doute, la mise en pratique de telles obligations peut susciter des difficultés dans le cadre de la réglementation actuelle des offres publiques.

D'une part, dans la mesure où le rapport rend obligatoire le recours à l'attestation d'équité dans quelques situations atypiques, notamment lorsque l'acquisition est rémunérée par des titres de créances complexes, la mise en œuvre du délai de vingt jours peut paraître problématique. En effet, comment l'expert indépendant pourra-t-il rendre public son rapport "dès le dépôt de l'offre" auprès de l'AMF alors que, dans le cadre d'une OPA hostile, l'article 231-18 du RGAMF prévoit que la société visée n'est en droit de recevoir un exemplaire du projet de note d'information de l'initiateur que le jour de ce même dépôt. Le rapport prévoit la possibilité de décaler la publication de l'expertise jusqu'à un maximum de vingt jours après le dépôt de l'offre en décalant d'autant sa recevabilité par

l'AMF, mais cette exception ne concerne que l'offre initiée par un nouvel actionnaire.⁹³ Il conviendra, en outre, de concilier ce délai de vingt jours avec le délai de cinq jours dont dispose la société visée pour déposer auprès de l'AMF un projet de note en réponse mentionnant l'avis motivé du conseil d'administration sur l'intérêt ou le risque que présente l'offre.⁹⁴

D'autre part, au cas où ce délai de vingt jours minimum est applicable à toutes les situations pour lesquelles le recours à l'attestation d'équité est rendu obligatoire par le rapport, il pourrait retarder certaines opérations pour lesquelles la rapidité d'exécution est capitale. Il pourrait, par exemple, en être ainsi lors des augmentations de capital réservées, réalisées avec une décote par rapport au cours de bourse, aux fins de répondre à un besoin pressant de liquidités par la société visée.

Il convient finalement de s'interroger sur le point de départ de ce délai de vingt jours. Le rapport prévoit que le conseil d'administration devrait nommer l'expert indépendant afin de "fournir un premier niveau d'appréciation" avant que l'AMF n'exerce son contrôle dans les opérations pour lesquelles elle examine la recevabilité du projet d'offre.⁹⁵ Cette obligation, comme le suggérait déjà l'instruction n° 2002-04, aurait pour effet de rendre obligatoire, la transmission à l'AMF du rapport de l'expert indépendant lors du dépôt du projet de note d'information. Cette recommandation est, par ailleurs, conforme à l'article 231-23, 2° du RGAMF qui précise que pour apprécier la recevabilité du projet d'offre, l'AMF examine le prix ou la parité d'échange proposée. La nomination de l'expert indépendant devrait dès lors intervenir vingt jours au moins avant le dépôt du projet de note.

C. Définition plus précise du contenu de la mission de l'expert

La volonté de renforcer le rôle de l'expert apparaît clairement dans les développements que le rapport consacre à ses méthodes de travail, aux techniques d'évaluation à mettre en œuvre et aux principes à respecter dans la réalisation de ses travaux.

Le groupe de travail n'a pas voulu fixer des règles précises qui auraient pu entraver l'analyse de l'expert indépendant car celui-ci doit pouvoir conserver sa liberté d'action afin de préserver l'impartialité de son jugement. Compte tenu des nombreuses incohérences ou insuffisances observées dans la pratique, le groupe de travail aura donc voulu donner quelques conseils méthodologiques. Le rapport maintient, tout d'abord, le principe de l'application de l'analyse multicritères⁹⁷, tout en soulignant que le choix de

89. Rapport, p. 18.

90. CA Chambéry, ch. Civ., 2 mai 2000 : Juris-Data n° 2000-138777.

91. Ibid.

92. Rapport, p. 7.

93. Rapport, p. 12.

94. Article 231-28 du RGAMF.

95. Bien que l'expression "premier niveau d'appréciation" ne semble pas destinée à figurer dans la réglementation à venir, son caractère ambigu mérite néanmoins d'être relevé. L'attestation d'équité transmise à l'AMF ne peut consister en une simple appréciation sommaire pouvant être librement complétée à l'issue du délai de cinq jours d'instruction du

projet de note par l'AMF. Comme l'offre est ouverte le lendemain de la publication de la note d'information ayant reçu le visa de l'AMF, il semble inconcevable que dès lors que l'AMF aura apposé son visa sur la note d'information, et cela même si le visa est assorti d'avertissements, l'expert indépendant puisse revenir sur son attestation d'équité après avoir procédé à une appréciation de "second niveau".

96. Rapport, p. 8.

97. Dans la ligne de la recommandation de la COB de 1977 sur les apports et les fusions, le rapport de la COB de 1995 préconisait déjà l'utilisation de l'analyse multicritère pour l'attestation d'équité portant sur une évaluation d'entreprise (Bulletin COB n° 296, novembre 1995, p. 39).

la méthode doit être guidée par la spécificité du sujet, mais aussi par le contexte dans lequel l'analyse est effectuée. Pour le groupe de travail, l'approche multicritères consiste à mettre en œuvre au moins une méthode intrinsèque (par exemple celle des cash flows actualisés) et une méthode analogique (comme celle des comparables), et à comparer leurs résultats aux références de valorisation disponibles (comme la valeur comptable des actifs ou le cours de bourse).⁹⁸ Les méthodes de travail sont donc très nettement clarifiées par rapport à la définition classique de l'analyse multicritères que donne actuellement l'article L 433-4 II du Code monétaire et financier, au sujet de l'évaluation des titres qui est exigée dans le cadre d'une OPR-RO.⁹⁹

Dans l'application de ces méthodes, l'expert doit respecter des principes de cohérence et de pertinence.¹⁰⁰ Par exemple, il ne peut pas retenir des données financières externes (comme des coefficients de risque) sans maîtriser la façon dont elles ont été calculées. Cette recommandation devrait permettre d'éviter qu'un expert ne se retranche derrière la notoriété de la source utilisée, présentée comme un gage de qualité, sans s'interroger sur la cohérence de cette utilisation dans le cas d'espèce. De même, les facteurs de risque doivent être correctement pris en compte dans l'analyse, ce qui suppose une compréhension approfondie des solutions proposées par la théorie financière pour éviter les incohérences habituelles entre les flux et les taux d'actualisation utilisés.¹⁰¹

L'expert présente au conseil d'administration un rapport dont le contenu est précisé. Outre le contexte de l'opération, et une description des diligences effectuées, celui-ci contient une présentation de l'évaluation de l'expert et du jugement que celui-ci porte sur les travaux de valorisation effectués par la banque conseil et les dirigeants.¹⁰² En précisant que l'expert ne doit pas hésiter à souligner, le cas échéant, les points éventuels de divergence, le rapport incite l'expert à donner aux administrateurs une vision impartiale des paramètres de décision.

Les travaux s'achèvent par la remise d'une attestation d'équité qui, à la différence du rapport d'évaluation détaillé présenté au conseil, est rendue publique. L'attestation d'équité doit être suffisamment étayée pour que les investisseurs puissent correctement cerner l'analyse et les hypothèses de travail retenues par l'expert, surtout lorsque

celui-ci a privilégié l'approche intrinsèque de valorisation. Ce faisant, le rapport se démarque clairement de la pratique américaine qui consiste à rendre publique une lettre comportant essentiellement des clauses limitatives de responsabilité suivies des conclusions de l'analyse.

Conclusion

Étant donné la mobilisation de l'AMF et de son collègue sur ce thème, les recommandations du groupe de travail devraient prochainement déboucher sur d'importantes modifications réglementaires.¹⁰³ Une consultation de place a été lancée par l'AMF le 26 avril 2005.¹⁰⁴

Les recommandations du groupe de travail constituent un progrès notable par rapport à la réglementation existante. Elles clarifient le rôle de l'expert indépendant et renforcent sa mission tout en conservant suffisamment de souplesse pour tenir compte des différentes situations auxquelles il peut faire face. En exigeant l'élaboration d'une véritable évaluation pouvant servir de base à la prise de décision motivée du conseil, le rapport instaure ainsi une procédure contradictoire susceptible d'éclairer le choix du conseil d'administration et pas seulement de justifier un avis arrêté bien avant son intervention.

En conférant aux attestations d'équité une importance accrue dans la protection des actionnaires minoritaires, le rapport fait toutefois un pari audacieux. Pari reposant désormais sur les divers acteurs appelés à le mettre en œuvre. Les administrateurs, tout d'abord, dont la responsabilité de veiller au bon déroulement de l'expertise indépendante est érigée en clé de voûte de ce nouveau régime. Les experts indépendants, pour qui l'encadrement plus rigoureux de l'expertise ne devra pas faire perdre de vue l'ultime objectif conféré à l'attestation d'équité. Les organisations professionnelles qui pourraient préférer opter pour la protection de leurs membres au détriment d'un référencement sélectif. L'AMF, qui lors de son contrôle a posteriori aura à vérifier les travaux effectués par l'expert et pourra imposer des sanctions. Et enfin, les cours et tribunaux, sans la fermeté et l'audace desquels les nombreuses recommandations visant à accroître la responsabilité des divers intervenants resteront lettre morte. ■

98. Rapport, p. 22.

99. Article L 433-4 II du Code monétaire et financier énonce que "l'évaluation des titres, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actif tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales, et des perspectives d'activité".

100. Rapport, p. 24.

101. B. Husson, "Évaluation financière : a-t-on encore besoin de

Wacc ?", Les Échos, 4 septembre 2004.

102. Rapport, p. 9.

103. Pour les mesures qui ont un caractère réglementaire, le rapport recommande de prendre "relativement vite" les dispositions qui s'imposent.

104. Entretien avec Jean-Michel Naulot, président du groupe de travail sur l'évaluation financière, Revue mensuelle de l'AMF, n° 10, janvier 2005, p. 85.