

***Fairness opinion* et attestations d'équité sont deux outils très différents mais complémentaires. Bien qu'ils coexistent actuellement en France, il apparaît nécessaire de les rapprocher pour renforcer l'évaluation financière indépendante. Un groupe de travail de l'AMF a ainsi publié un rapport contenant de nombreuses recommandations dans cette perspective.**

L'attestation d'équité au cœur de la gouvernance

PAR



Jean-Florent
RÉROLLE

directeur, Houlihan Lokey
Howard & Zukin, président
de la Société française
des évaluateurs (Sfev)

Depuis le milieu des années 90, les attestations d'équité se sont multipliées. Apparues en France, en 1993, dans la loi relative au retrait obligatoire, elles sont délivrées par un expert indépendant qui donne son appréciation sur les travaux d'évaluation effectués par l'initiateur de l'opération et son conseil afin de s'assurer du caractère "convenable" ou

"équitable" du prix proposé¹. L'objectif est de protéger l'intérêt des actionnaires minoritaires.

Si cette appréciation a été qualifiée d'"attestation d'équité" (AE), c'est en raison d'un rapprochement qui s'est immédiatement opéré avec un autre type d'évaluation que les Anglo-saxons appellent *fairness opinion* (FO). Pratique plus ancienne dont l'usage s'est accéléré à partir de 1985, elle consiste à demander à un conseil financier d'attester que le prix reçu, ou versé, ou les termes d'une transaction (fusion, acquisition, désinvestissement, émission de titres...) sont équitables d'un point de vue financier à l'égard de l'entreprise ou de tout ou partie de ses actionnaires. Destinée au conseil d'administration, la FO est un des éléments clés des diligences qu'il doit effectuer avant de prendre sa décision.

Il existe donc deux approches très différentes : l'attestation d'équité (AE) est une formalité imposée par la réglementation en vigueur pour protéger les actionnaires minoritaires, tandis que la FO est un outil de management librement utilisé par le conseil d'administration.

DES APPROCHES COMPLÉMENTAIRES

Bien qu'ayant des formes, des acteurs et des objectifs différents, ces deux approches sont

complémentaires et contribuent à la bonne gouvernance des entreprises en informant les actionnaires et en donnant aux conseils d'administration les moyens de prendre des décisions non biaisées.

Dans l'AE d'une offre publique de retrait obligatoire (Opro), 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, appréciée grâce aux différents critères d'évaluation habituels. Son travail consiste à revoir (et non à refaire) les tâches d'évaluation, en les complétant si nécessaire par des approches complémentaires ou des analyses de sensibilité. Les experts retenus pour cet exercice sont généralement des cabinets d'évaluation indépendants ou des experts-comptables.

La FO recouvre des analyses plus complexes et diverses. D'abord, l'angle et les techniques utilisées vont dépendre de la qualité du mandat et de la nature du mandat donné. Ensuite, l'équité fait référence au résultat de la transaction qui doit être adéquat, juste et raisonnable eu égard au contexte dans lequel elle s'inscrit et pour ce qui concerne la partie destinataire de cette FO. Le montant de la transaction est évidemment une donnée essentielle, mais, le cas échéant, la FO doit tenir compte du processus par lequel ce

¹ Les deux expressions sont utilisées dans le Bulletin COB de novembre 1995.

résultat a été obtenu. L'étude de l'ensemble du contexte juridique, économique et financier est une partie intégrante du raisonnement de l'expert. Il en résulte que le prix jugé équitable n'est pas forcément le plus élevé ni le plus bas possible (selon la partie qui demande une FO).

Cette analyse souvent complexe requiert des évaluateurs expérimentés qui connaissent intimement le fonctionnement du marché financier et l'ensemble des processus mis en œuvre dans les opérations de fusions-acquisitions. L'expert retenu est donc le plus souvent un banquier d'affaires.

Si les AE délivrées en France restent plus nombreuses que les FO, ces dernières se sont progressivement imposées comme une pratique de bonne gouvernance. Les grands groupes français n'hésitent plus à y recourir lors de situations complexes ou en présence de conflits d'intérêts pouvant faire naître une suspicion à l'égard de la décision du conseil. Cette tendance devrait se poursuivre avec des actionnariats de plus en plus anglo-saxons, la nécessité d'aligner notre système de gouvernance sur les bonnes pratiques internationales et la vigilance accrue que les administrateurs doivent manifester pour que leur responsabilité ne soit pas mise en cause par des actionnaires, plus activistes que jamais.

UNE SITUATION INSATISFAISANTE

Malgré la coexistence de ces deux approches complémentaires, la situation actuelle est loin d'être satisfaisante.

Si l'on porte un jugement sans complaisance sur la pratique actuelle des AE, qu'observe-t-on ? Des attestations qui révèlent parfois des travaux superficiels, des raisonnements financiers souvent indigents, une rémunération inadéquate interdisant de mener une investigation professionnelle... Mais aussi

une approche mécanique de l'expertise illustrée par les normes de la CNCC² sur le retrait obligatoire, qui donnent à la mission de l'expert indépendant une nature plus proche d'un audit que d'une analyse financière et des intervenants hétérogènes dont beaucoup ne sont pas des évaluateurs professionnels et n'ont qu'une expérience livresque des techniques d'évaluation.

L'AE est en train de devenir une simple formalité que les sociétés ou les banquiers confient de plus en plus souvent aux moins-disants et donc aux moins compétents (qui sont aussi parfois les plus souples). Cette situation n'a pas échappé au régulateur et aux défenseurs des actionnaires minoritaires. Elle est préjudiciable à la réputation de la place de Paris et elle est porteuse de risques pour les émetteurs comme pour les experts. Mais les FO destinées au conseil font également l'objet de nombreuses critiques, notamment aux États-Unis. La plus sérieuse est relative au conflit d'intérêt qui consiste à confier ce travail à la banque conseil de l'opération ou à une banque intéressée à sa réalisation. Comment pourrait-elle ne pas conclure à l'équité de la transaction ? Ce n'est pas lui faire injure que de considérer son analyse comme biaisée. Certaines pratiques sont aussi dénoncées, comme celle qui consiste à mandater une banque "indépendante" pour services rendus non payés (un lot de compensation en quelque sorte) ou encore comme un moyen de préserver l'avenir et de maintenir la mobilisation de ses équipes pour une opération future.

Outre ces conflits d'intérêts, il est souvent reproché aux banques de manquer de professionnalisme en faisant reposer leurs travaux sur une information insuffisante, des hypothèses déraisonnables ou encore en omettant des facteurs essentiels. Il arrive trop fréquemment que l'attestation d'équité repose sur un processus d'évaluation anémique : une acceptation docile des hypothèses de la direction générale, des fourchettes de résultats trop larges... Enfin, du point de vue de la défense des actionnaires minoritaires, le contenu des FO qui est publié est insuffisant pour permettre une véritable information du marché.

LA RÉACTION DU RÉGULATEUR FRANÇAIS

En novembre 2004, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a donc décidé de mettre en place un groupe de travail présidé par Jean-Michel Naulot afin de faire des propositions tendant au "renforcement de l'évaluation financière indépendante (EFI) dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées". Le rapport du groupe contient de nombreuses propositions qui visent à rapprocher l'AE et la FO. Il propose des changements significatifs sur cinq points³.

L'obligation de procéder à une évaluation financière indépendante

Premièrement, l'EFI est rendue obligatoire pour toutes les opérations financières dans lesquelles des situations de conflit d'intérêts sont probables : l'Opro isolée ou en séquence et la fusion-absorption, bien entendu, mais aussi les Opas et les Opra volontaires. S'ajoutent à cette liste, dans certains cas, les Opra et les Opas⁴ de sociétés sur leurs propres titres, lorsqu'un actionnaire de contrôle n'apporte pas ses titres à l'offre, les garanties de cours réalisées dans des conditions atypiques, les transactions où il existe des opérations connexes ou celles dans lesquelles les dirigeants obtiennent des avantages significatifs et, enfin, les acquisitions rémunérées par des titres de créances complexes.

L'énumération des situations dans lesquelles la nomination d'un expert est requise, l'insistance avec laquelle le rapport vise les conflits d'intérêt et enfin la composition souvent endogamique des conseils français permettent de conclure qu'il y aura peu d'opérations de rapprochement dans lesquelles ceux-ci pourront se passer de l'éclairage d'une EFI. Cette observation concerne les conseils des entreprises cibles, mais elle s'applique également aux conseils des sociétés initiatrices auxquelles il est conseillé d'avoir recours à un expert indépendant afin d'informer ses propres actionnaires, s'il existe un conflit d'intérêt au sein de ses instances décisionnelles.

² Compagnie nationale des commissaires aux comptes.

³ Pour une présentation détaillée des propositions du rapport, voir : Cafritz (Eric), Génicot (Olivier), Rérolle (Jean-Florent), "L'attestation d'équité, appellation contrôlée", *Banque et Droit*, n°102, juillet-août 2005.

⁴ Opas : offre publique d'achat simplifiée ; Opra : offre publique d'échange simplifiée ; Opra : offre publique de rachat d'actions.

Le rôle de l'expert

Deuxièmement, l'expert doit procéder à une évaluation. Bien sûr, s'il existe des rapports ou des analyses d'évaluation, il est nécessaire qu'il en prenne connaissance. Mais ce qui lui est demandé, c'est de forger sa propre conviction en menant une diligence personnelle et des travaux d'évaluation propres. Son rôle consiste à mener une véritable analyse de la société et des conséquences de la transaction sur le patrimoine de ses actionnaires. Il lui faut, en particulier, engager une discussion avec le management pour porter un jugement sur le caractère raisonnable du plan d'affaires qui servira de base à ses calculs. Si les projections (validées par le conseil) ne lui apparaissent pas réalistes, il doit demander à ce qu'elles soient modifiées. Son champ d'investigation nécessite aussi d'être étendu au contexte de l'opération. Il ne s'agit plus simplement de comparer le prix payé avec la valeur estimée de l'actif ; il faut également, comme pour une FO, s'interroger sur le contexte dans lequel s'inscrit la transaction.

Indépendance et compétence de l'expert

Troisièmement, l'expert doit être indépendant à l'égard de l'initiateur et de ses conseils. Il a pour obligation de signer une déclaration en ce sens et le rapport identifie toutes les situations qui peuvent remettre en cause son indépendance (par exemple : l'existence d'un lien juridique ou capitalistique avec un des protagonistes, l'existence d'une mission de conseil avec la société initiatrice au cours des deux années précédant l'offre). Sa rémunération ne peut être liée au succès de l'opération.

Autre condition : être compétent. Il doit posséder une expérience professionnelle reconnue des marchés financiers et de l'évaluation pour comprendre la complexité des transactions, anticiper la réaction des places boursières et mettre en œuvre de manière plus professionnelle les méthodes de valorisation analogiques. L'expérience en matière d'évaluation est aussi essentielle.

Les techniques de valorisation s'appuient avant tout sur la théorie financière. Sans solide formation en finance, l'expert risque à tout moment de voir son raisonnement déraiper, notamment dans la prise en compte cohérente des facteurs de risque ou la mise en œuvre conjointe de plusieurs méthodes d'évaluation.

La responsabilité du conseil d'administration

Quatrièmement, le conseil d'administration se voit attribuer une responsabilité centrale sur deux aspects du processus de l'EFI : la désignation de l'expert et l'organisation de son environnement de travail. C'est le conseil (ou son représentant) qui est chargé d'engager une discussion avec ce dernier afin de déterminer son mandat, le temps nécessaire à sa réalisation et sa rémunération. Le choix devra être effectué le plus en amont possible car l'expert doit disposer d'au moins vingt jours pour effectuer son travail⁵.

Le rapport encourage la création d'un comité d'administrateurs indépendants pour la "supervision de la mission de l'expert". Ce comité devrait être particulièrement impliqué dans la mise en place d'un environnement de travail convenable pour l'expert. Il lui appartiendra de s'assurer que les informations données par la direction ou le comité d'audit sont d'une qualité suffisante et il est prévu qu'une fois l'avis sur l'offre rendu public, le conseil pourra répondre aux questions des actionnaires minoritaires en présence de l'expert indépendant.

Enfin, l'EFI est destinée en premier lieu au conseil d'administration, mais une information très complète est également fournie aux actionnaires. Un rapport détaillé permet au conseil de disposer des renseignements exhaustifs sur la transaction. Il comporte une description du contexte de l'opération, une présentation des diligences effectuées, l'évaluation effectuée par l'expert et l'analyse critique des travaux réalisés par le conseil de l'initiateur. La conclusion des travaux s'exprime par une attestation d'équité rendue publique. Elle doit comporter suffisamment d'informations pour permettre aux investisseurs de comprendre le raisonnement et les hypothèses retenues par l'expert. Rien

n'empêche un conseil de produire une évaluation qui ne respecte pas tout ou partie des normes définies dans le rapport, mais ce travail ne pourrait alors bénéficier de l'appellation "attestation d'équité". La note d'opération complète l'information des actionnaires en donnant des précisions sur l'expert et les conditions dans lesquelles il est intervenu. L'actionnaire a ainsi les moyens de vérifier que l'EFI a été réalisée de manière sérieuse et indépendante.

LES CONDITIONS DU SUCCÈS

En cumulant les avantages de la FO et de l'AE et en s'efforçant de répondre aux principales critiques et faiblesses de chaque formule, l'AMF fait le pari que l'EFI constituera un outil de gouvernance efficace, utile à la fois aux conseils et aux actionnaires. Mais le changement des pratiques prendra du temps.

Les entreprises devront renoncer à la facilité du choix de l'expert docile ; elles auront intérêt à jouer le jeu. Une EFI constitue un garde-fou salutaire à l'encontre des dérapages souvent inconscients que génèrent les opérations de regroupement d'entreprises, souvent si émotionnelles. La réduction du risque ne manquera pas de se répercuter positivement sur la valeur de la société.

L'activisme des actionnaires et l'intervention des juges seront eux aussi déterminants. L'une des conséquences possibles du rapport va être un accroissement de la responsabilité des administrateurs et des experts. Jusqu'à présent, les règles régissant les AE étaient trop vagues pour permettre des actions efficaces. En proposant des règles plus détaillées sur le mode de préparation de l'EFI, qui viennent s'ajouter à la *soft law* que représentent les règles de gouvernement d'entreprise, le rapport offre une base utile aux actions légales.

Mais le facteur critique sera l'action du régulateur boursier. Grâce à une autorité morale et légale renforcée, l'AMF est aujourd'hui capable de réaliser l'ambition qu'elle affiche en refusant de donner son visa lorsque les normes qu'elle impose ne sont pas respectées et en sanctionnant sévèrement les manquements des experts. C'est son attitude qui donnera le ton au marché. ■

⁵ Cette mesure scelle le sort de la *Saturday night fairness* !