



SEPTEMBRE 2019
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**

amf-france.org

TABLE DES MATIERES

Introduction	3
Titre 1 : Rappels sur la réglementation applicable au retrait obligatoire et à l’expertise indépendante.....	4
1.1 Rappels sur le retrait obligatoire.....	4
A/ 1993 - le « premier » retrait obligatoire.....	4
B/ 2006 - le « second » retrait obligatoire	4
C/ Modifications issues de la loi Pacte	6
1.2 Rappels sur l’expertise indépendante en cas d’offre publique.....	7
A/ La nomination de l’expert indépendant.....	7
B/ Le rapport d’expertise indépendante.....	10
C/ Les associations professionnelles d’experts indépendants.....	10
Titre 2 : Renforcer la protection des actionnaires minoritaires	12
2.1 Mieux garantir le suivi de l’offre par des administrateurs indépendants.....	12
2.2 Favoriser la prise en compte des observations formulées par les actionnaires minoritaires avant l’émission de l’avis motivé de la société visée	13
2.3 Faciliter l’accès des actionnaires minoritaires aux parties concernées par l’offre	15
2.4 Introduire dans le rapport d’expertise indépendante un chapitre dédié aux observations éventuelles des actionnaires minoritaires	15
2.5 Renforcer le contenu de l’avis motivé établi par l’organe social compétent de la société visée ..	16
2.6 Présenter de manière transparente le contenu de la documentation d’offre par comparaison à la communication historique de la société sur sa stratégie	18
2.7 Clarifier et mieux justifier les conditions de fixation du prix	18
2.8 Mieux encadrer la pratique des compléments de prix	21
2.9 Mise en conformité des seuils légaux suite à l’entrée en vigueur de la loi Pacte.....	21
Titre 3 : Mieux garantir l’indépendance et la transparence de l’expertise indépendante	23
3.1 Assurer un processus de désignation de l’expert plus transparent.....	23
3.2 Assurer aux experts indépendants les moyens nécessaires pour accomplir leurs missions	24
3.3 Préciser le contenu de la conclusion du rapport d’expertise indépendante	26
3.4 Renforcer la revue des diligences effectuées par l’expert indépendant	27
3.5 Evolution du rôle des associations d’experts indépendants.....	29
3.6 Adapter la rémunération aux diligences effectuées	29
Conclusion.....	31

INTRODUCTION

En application de l'article 75 I de la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relatif à la croissance et la transformation des entreprises (ci-après dénommée « loi Pacte »), les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire ont été modifiées (cf. article L. 433-4 du code monétaire et financier). Ces conditions sont 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.

Désormais un retrait obligatoire pourra être mis en œuvre dès lors qu'à l'issue d'une offre publique, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires de la société visée ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote de cette société. Ce nouveau seuil, qui va rendre la mise en œuvre des retraits obligatoires plus facile par rapport à la situation qui prévalait auparavant, est l'occasion pour l'AMF de faire le point sur la protection des actionnaires minoritaires dans ces opérations et de suggérer des pistes d'amélioration.

Par ailleurs, dans la mesure où la procédure d'expertise indépendante (ci-après dénommée « l'expertise indépendante »), créée lors de l'introduction du retrait obligatoire en droit français, concourt notamment à la protection des actionnaires minoritaires, il est apparu également opportun pour l'AMF de rechercher si la réglementation et les pratiques relatives à l'expertise indépendante pouvaient être améliorées.

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^{1&2}. L'objectif a été d'assurer une représentation la plus large possible des différents acteurs tels que les émetteurs, investisseurs, conseillers juridiques, conseillers financiers, banques d'affaires, experts indépendants, ainsi que différentes associations (associations représentant les entreprises, les actionnaires minoritaires, les analystes financiers, les experts indépendants...) qui interviennent dans le cadre des offres publiques.

Ces travaux s'inscrivent dans la continuité de ceux réalisés par le groupe de travail pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées présidé par M. Jean-Michel Naulot, alors membre du collège de l'AMF, en 2005 (le « rapport Naulot »). Les recommandations formulées dans le rapport Naulot, lesquelles constituent la base de la réglementation actuelle, s'inscrivaient elles-mêmes dans le prolongement des actions menées de longue date par la Commission des opérations de bourse (la « COB ») et le Conseil des marchés financiers (le « CMF ») sur l'évaluation financière et le rôle des experts indépendants dans le cadre des opérations financières.

Au cours des six réunions que se sont tenues entre mars et juin 2019, le groupe de travail, coprésidé par MM. Thierry Philipponnat et Patrick Suet (membres du collège de l'AMF) a effectué un bilan de la réglementation et de la pratique actuelles et dégagé des propositions destinées à les améliorer.

Ces réflexions, nourries de deux auditions de professionnels auxquelles le groupe a procédé, sont synthétisées dans le présent rapport. Ce rapport formule 18 préconisations visant notamment à renforcer le rôle des organes sociaux de la société visée dans le processus d'offre publique, à améliorer les échanges contradictoires avec les actionnaires minoritaires, et à renforcer l'information fournie sur les travaux des organes sociaux et des experts indépendants.

Le collège de l'AMF a décidé lors de sa séance du 3 septembre 2019 de rendre le rapport public, étant précisé que ces préconisations donneront lieu parallèlement à des propositions de modification de la réglementation soumises à une consultation publique.

¹ La lettre de mission du groupe de travail et la liste de ses membres figurent respectivement en annexes 1 et 2.

² La liste des personnes auditionnées figure en annexe 3.

Titre 1 : Rappels sur la réglementation applicable au retrait obligatoire et à l'expertise indépendante

1.1 Rappels sur le retrait obligatoire

A/ 1993 - le « premier » retrait obligatoire

Le retrait obligatoire a été introduit dans la réglementation française en 1993³ et codifié, jusqu'à l'entrée en vigueur de la loi Pacte, à l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier⁴. Son régime était par ailleurs précisé par les articles 237-1 à 237-13 du règlement général.

Dans sa version originelle, le retrait obligatoire ne pouvait intervenir qu'à l'issue d'une offre publique de retrait (l'« OPR »). Ainsi, le retrait obligatoire était indissociablement lié à une OPR et si, à l'issue d'une offre publique d'une autre nature, un actionnaire était en théorie en capacité de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il devait néanmoins déposer une OPR suivie d'un retrait obligatoire et par conséquent réaliser une nouvelle offre publique.

En outre, pour la mise en œuvre du retrait obligatoire, les autorités de marché ont introduit en 1993 l'expertise indépendante dans la réglementation boursière afin de protéger davantage les actionnaires minoritaires. L'expert devait notamment être agréé par l'autorité de marché (Conseil des bourses de valeurs puis Conseil des marchés financiers), la Commission des opérations de bourse disposant d'un droit d'opposition. À la suite du rapport Naulot, il a été décidé que la nomination de l'expert indépendant devait relever exclusivement de la société visée par l'offre (par le conseil d'administration ou de surveillance), afin de renforcer l'implication des organes sociaux dans le processus d'offre publique (*cf. infra*).

En pratique, pour alléger la procédure et la rendre plus lisible, les autorités de marché incitaient les initiateurs, lors de la première offre publique, à produire un rapport d'expertise indépendante sur le retrait obligatoire, si leur intention était de le mettre en œuvre. Ainsi, lors de l'offre publique de retrait avec retrait obligatoire, l'expert faisait uniquement un complément à son rapport initial indiquant que depuis l'émission de ce dernier, aucun fait nouveau susceptible de remettre en cause ses conclusions n'était intervenu.

B/ 2006 - le « second » retrait obligatoire

La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition a introduit dans la réglementation française un nouveau cas de retrait obligatoire. Cette loi a transposé en droit français la directive concernant les offres publiques d'acquisition de 2004⁵, laquelle a institué un cas de retrait obligatoire (i) « lorsque l'offrant détient des titres représentant au moins 90% du capital assorti de droits de vote et 90% des droits de vote de la société visée », ou (ii) « lorsqu'à la suite de l'acceptation de l'offre, il a acquis [...] des titres représentant au moins 90% du

³ 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 (article 16-1 venant modifier l'article 6 bis de la loi n°88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs).

⁴ L'article L. 433-4 II du code monétaire et financier (version en vigueur jusqu'à la loi Pacte) disposait que : « II. – *Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles, à l'issue d'une procédure d'offre ou de demande de retrait, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, et les détenteurs indemnisés ; l'évaluation des titres, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs 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. L'indemnisation est égale, par titre, au résultat de l'évaluation précitée ou, s'il est plus élevé, au prix proposé lors de l'offre ou la demande de retrait. Le montant de l'indemnisation revenant aux détenteurs non identifiés est consigné.* »

⁵ Directive 2004/25/CE du parlement européen et du conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

capital assorti de droits de vote de la société visée et 90% des droits de vote faisant l'objet de l'offre ». Toutefois, la directive ayant permis de fixer dans le cas (i) susvisé, un seuil de retrait obligatoire « plus élevé pour autant qu'il ne dépasse pas 95% du capital assorti de droits de vote et 95% des droits de vote », la France avait alors adopté un seuil à 95%.

Ce nouveau cas de retrait obligatoire, à l'issue de toute offre publique (quelle que soit sa nature, obligatoire, volontaire, procédure normale ou simplifiée, offre publique de retrait...), a été introduit par la loi précitée et codifié au III à l'article L. 433-4 du code monétaire et financier⁶.

Ainsi, deux types de retrait obligatoire ont alors coexisté : celui visé au III de l'article L. 433-4 du code monétaire et financier tel que rédigé alors reposant sur le prix proposé lors de la dernière offre publique ou, le cas échéant, sur une évaluation multicritères, et celui visé au II du même article reposant sur une évaluation multicritères.

Dans ce cadre, le règlement général de l'AMF prévoyait deux cas de figure (cf. article 237-16 I du règlement général - avant l'entrée en vigueur des modifications issues de la loi Pacte) :

- **si l'offre publique est une offre dite de prise de contrôle** (l'initiateur détenant moins de 50% du capital ou des droits de vote), l'initiateur peut, en cas d'atteinte du seuil de retrait obligatoire, mettre en œuvre celui-ci directement à l'issue de son offre publique sans intervention d'un expert indépendant sur le retrait obligatoire et sans que l'AMF ne se prononce sur la conformité dudit retrait obligatoire. Il s'agit dans ce cadre de faire prévaloir la logique de marché. Compte tenu de la position de départ de l'initiateur, l'atteinte des seuils de mise en œuvre du retrait obligatoire matérialise en effet une forte adhésion des actionnaires à l'offre et il peut être estimé que d'une certaine façon l'offre a été « plébiscitée » par le marché ;
- **si l'offre publique est une offre dite de fermeture** (l'initiateur détenant plus de 50% du capital et des droits de vote), l'initiateur ne peut mettre en œuvre un retrait obligatoire qu'à la condition qu'un expert indépendant ait conclu au caractère équitable de l'offre pour les actionnaires (attestation d'équité au sens du règlement général cf. *infra*). Lors de l'examen de la conformité de l'offre, l'AMF examine également ses conditions financières en vue du retrait obligatoire. Dans ce cadre, si l'AMF considère que les conditions financières de l'offre publique sont discutables en vue du retrait obligatoire aux mêmes conditions et si l'initiateur n'est pas enclin à modifier la teneur de son offre, elle peut demander à ce dernier de renoncer par anticipation au bénéfice du retrait obligatoire si les conditions devaient être réunies. La logique en est que, dans le cas d'une société déjà contrôlée, le marché du titre est plus étroit et ne peut, à lui seul, légitimer le prix d'offre proposé par l'initiateur.

S'agissant des conditions financières du retrait obligatoire, deux cas de figure étaient possibles :

- **le retrait obligatoire faisant suite à une offre de procédure normale** s'effectue au même prix que celui de ladite offre, étant précisé (i) qu'en cas d'offre volontaire aucun prix plancher n'est prévu et (ii) qu'en cas d'offre obligatoire, le prix d'offre doit au moins être égal au prix le plus cher payé par l'initiateur au cours des 12 mois précédant le dépôt de l'offre ; et

⁶ L'article L. 433-4 III du code monétaire et financier (version en vigueur jusqu'à la loi Pacte) disposait que : « III. – Sans préjudice des dispositions du II, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles, à l'issue de toute offre publique et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, et les détenteurs indemnisés. Dans les conditions et selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'indemnisation est égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au résultat de l'évaluation mentionnée au II. Lorsque la première offre publique a eu lieu en tout ou partie sous forme d'échange de titres, l'indemnisation peut consister en un règlement en titres, à condition qu'un règlement en numéraire soit proposé à titre d'option, dans les conditions et selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Lorsque les titulaires de titres ne sont pas identifiés, dans les conditions mentionnées à l'article L. 228-6-3 du code de commerce, l'indemnisation est effectuée en numéraire et son montant consigné. »

- **le retrait obligatoire faisant suite à une offre de procédure simplifiée** s'effectue au même prix que celui de l'offre publique, lequel doit être déterminé par une analyse multicritères, étant précisé (i) qu'en cas d'offre volontaire le prix devra être au moins égal à la moyenne pondérée par les cours de bourse à 60 jours de négociation précédant l'annonce ou le dépôt de l'offre, et (ii) qu'en cas d'offre obligatoire, le prix d'offre doit au moins être égal au prix le plus cher payé par l'initiateur au cours des 12 mois précédant le dépôt de l'offre.

Le tableau ci-dessous présente en synthèse l'ensemble des règles de prix applicables en cas d'offre publique :

Situations de mise en œuvre du retrait obligatoire	Dispositions relatives au prix applicable pour le retrait obligatoire
Retrait obligatoire faisant suite à une offre publique de retrait (OPR)	<u>Prix identique à celui proposé dans le cadre de l'OPR</u> , lequel doit être déterminé par une analyse multicritères
Retrait obligatoire faisant suite à une offre publique suivant la procédure normale	<u>Prix identique à celui proposé dans le cadre de l'offre publique suivant la procédure normale</u> , étant précisé : - qu'en cas d'offre volontaire : aucun prix minimum n'est imposé ; et - qu'en cas d'offre obligatoire : le prix doit être au moins être égal au prix maximum payé par l'initiateur au cours des 12 derniers mois précédant le fait générateur du dépôt de l'offre (sauf dérogation de l'AMF)
Retrait obligatoire faisant suite à un offre publique suivant la procédure simplifiée	<u>Prix identique à celui proposé dans le cadre de l'offre publique suivant la procédure simplifiée</u> , lequel doit être déterminé par une analyse multicritères, étant précisé : - qu'en cas d'offre volontaire : le prix doit être au moins égal à la moyenne pondérée par les cours de bourse pendant les 60 jours précédant l'annonce ou le dépôt de l'offre ; - qu'en cas d'offre obligatoire : le prix doit être au moins égal au prix maximum payé par l'initiateur au cours des 12 derniers mois précédant le fait générateur du dépôt de l'offre (sauf dérogation de l'AMF)

C/ Modifications issues de la loi Pacte

Les deux « catégories » de retrait obligatoire qui étaient visées aux II et III de l'article L. 433-4 du code monétaire financier se recoupaient très largement, d'autant plus que l'offre publique de retrait énoncée au II n'était finalement qu'une des offres publiques mentionnées au III. Dans la pratique, le nombre de retraits obligatoires selon le régime du III surpassait nettement ceux du II. Par conséquent, la loi Pacte a notamment fusionné les II et III de l'article L. 433-4 du code monétaire et financier en un II unique⁷.

Dorénavant, le déclenchement du retrait obligatoire interviendra à l'issue de toute offre publique dès lors que les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la société visée⁸.

Par ailleurs, le II « nouveau » maintient la référence au prix de la dernière offre publique, ou, le cas échéant, au résultat de l'évaluation multicritères, si bien que la dichotomie mentionnée ci-dessus entre un retrait obligatoire faisant suite à une offre publique dite de prise de contrôle et une offre publique dite de fermeture est maintenue (elle figure maintenant à l'article 237-3 du règlement général de l'AMF⁹).

⁷ L'article 433-4 II actuel (depuis l'entrée en vigueur de la loi Pacte) dispose que : « II. – 1. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les modalités selon lesquelles, à l'issue de toute offre publique et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote, sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, et les détenteurs de ces titres sont indemnisés.

2. Selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'indemnisation est égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au résultat de l'évaluation effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs et 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. [...] »

⁸ Autrement dit, il faut que la détention en capital et en droits de vote du ou des actionnaires minoritaires représentent moins de 10% du capital et des droits de vote de la société visée.

⁹ Le règlement général de l'AMF a été modifié afin de tirer les conséquences de la modification de l'article L. 433-4 du code monétaire et financier par la loi Pacte (cf. arrêté du 19 juin 2019 portant homologation des modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers publié au journal officiel le 21 juin 2019).

On relèvera aussi qu'Euronext Paris SA a décidé de modifier les règles de radiation qui figurent dans le livre II de ses règles non harmonisées applicables au marché réglementé¹⁰ (cf. modifications approuvées par décision de l'AMF le 25 juin 2019 et publiée sur son site. Les règles non harmonisées d'Euronext Paris SA ont par ailleurs été mises à jour sur le site d'Euronext Paris SA le 2 juillet 2019).

En 2015, Euronext Paris SA avait facilité la sortie de bourse (radiation). La procédure de radiation était ouverte à un initiateur détenant 90% au moins des droits de vote, alors que le retrait obligatoire n'était, jusqu'à l'adoption de la loi Pacte, possible pour un actionnaire détenant au moins 95% du capital et des droits de vote.

En raison de l'entrée en vigueur de la loi Pacte et par conséquent de l'abaissement du seuil de retrait obligatoire, Euronext SA a estimé que le maintien de la règle de radiation pour illiquidité ne se justifiait plus pour les sociétés soumises à cette loi, *i.e.* les sociétés dont le siège social est en France. Euronext Paris SA a néanmoins souhaité conserver ce dispositif en le restreignant aux sociétés étrangères qui ne peuvent pas se prévaloir du retrait obligatoire dans leur droit local. En outre, pour rendre sa cohérence au dispositif, Euronext a souhaité aligner les seuils nécessaires à une demande de radiation sur les seuils du retrait obligatoire, soit 90% du capital et des droits de vote.

1.2 Rappels sur l'expertise indépendante en cas d'offre publique

L'expertise indépendante a été créée lors de l'introduction du retrait obligatoire dans la réglementation française en 1993, puis renforcée, notamment à la suite du rapport du groupe de travail présidé par M. Jean-Michel Naulot et dont les conclusions ont été reprises en 2005 dans la réglementation de l'AMF.

L'expertise indépendante consiste principalement à apprécier les conditions financières proposées dans le cadre d'une offre publique ou d'une opération financière. Elle est confiée à un tiers indépendant de l'opération qui est nommé par la société visée. Son objectif est notamment d'éclairer les organes sociaux compétents de la société visée afin que ceux-ci rendent un avis motivé éclairé. Elle doit être réalisée par un expert indépendant disposant des moyens suffisants pour remplir sa mission. L'expertise donne lieu à une rémunération au forfait, indépendante de la réalisation de l'opération envisagée, et se conclut par une attestation d'équité.

À la suite des préconisations du rapport Naulot, (i) la nomination de l'expert indépendant par la société visée (et non par l'initiateur et sa banque conseil) est devenue la règle afin de limiter les situations de conflits d'intérêts, (ii) les travaux de l'expert indépendant incluent une évaluation complète de la société visée (et non une simple revue des travaux de valorisation effectués par les conseils de l'initiateur de l'offre), (iii) la rémunération de l'expert est au forfait et indépendante de la conclusion de l'opération envisagée, (iv) les standards de l'expertise indépendante ont été renforcés s'agissant des critères de compétence (moyens suffisants pour remplir sa mission) et d'indépendance (charte éthique, déclaration d'indépendance).

La réglementation sur l'expertise est actuellement définie par les articles 261-1 à 263-8 du règlement général de l'AMF. Par ailleurs, l'instruction AMF n°2006-08 relative à l'expertise indépendante (ci-après dénommée « instruction AMF n°2006-08 ») et la recommandation AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (ci-après dénommée « recommandation AMF n°2006-15 ») complètent le dispositif.

A/ La nomination de l'expert indépendant

Le recours à un expert indépendant est encadré par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (cf. articles 261-1 et 261-2 du règlement général) selon lequel il y a une obligation de désigner un expert indépendant dans trois hypothèses :

¹⁰ En application de l'article 5.1 du livre I des règles d'Euronext Growth, les règles de radiation prévues pour le marché réglementé sont applicables aux titres admis aux négociations sur Euronext Growth.

- **Cas 1** : lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de l'organe social compétent de la société visée, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé que ledit conseil est appelé à rendre en cas d'offre, ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre (cf. article 261-1, I du règlement général). C'est notamment le cas lorsque la société visée est déjà contrôlée par l'initiateur, si les dirigeants ou l'actionnaire de contrôle de la société visée ont conclu un accord avec l'initiateur susceptible d'affecter leur indépendance, ou s'il existe des accords connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité proposés ;
- **Cas 2** : en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire (article 261-1, II du règlement général, à l'exception des cas où le retrait obligatoire fait suite à une offre de procédure normale - cf. article 237-3 du règlement général) ; et
- **Cas 3** : en cas d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription lorsque celle-ci présente une décote par rapport au cours de bourse supérieure à la décote maximale autorisée (5%) et conférant à un actionnaire, agissant seul ou de concert, le contrôle de l'émetteur (cf. article 261-2 du règlement général).

Le règlement général de l'AMF prévoit aussi une possibilité de recourir volontairement à un expert indépendant (cf. article 261-3 du règlement général).

Le fondement réglementaire de l'intervention de l'expert indépendant fait l'objet d'un exposé clair en préambule de son rapport. Celui-ci précise en particulier si son intervention est motivée par l'existence de conflits d'intérêts (auquel cas ceux-ci sont décrits de façon circonstanciée) et/ou par l'intention de l'initiateur de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre (point 3 de la recommandation AMF n°2006-15). Dès 2007, l'AMF recommandait dans son rapport annuel qu'un soin particulier soit apporté, tant par l'expert que par l'organe qui le mandate, à l'exposé des motifs réglementaires de la nomination de l'expert, ce dernier devant notamment veiller à systématiquement exposer clairement en introduction de son rapport, le fondement réglementaire de son attestation (retrait obligatoire et/ou conflit d'intérêts, alinéa concerné de l'article 261-1 I du règlement général dans ce dernier cas) et à expliquer de façon circonstanciée, lorsqu'il y a lieu, la nature du conflit d'intérêts fondant son intervention (cf. rapport annuel AMF 2007 page 119).

Lorsque l'expert établit son rapport au titre de l'existence de conflits d'intérêts liés à l'offre au sein de l'organe social compétent de la société visée, ce dernier examine alors, sur la base de la documentation y afférente, si les situations de conflits d'intérêts identifiées peuvent avoir des conséquences économiques et financières défavorables pour les porteurs de titres visés par l'offre. En particulier, lorsqu'il existe des accords entre l'initiateur et les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent (cas visé au 2^{ème} alinéa de l'article 261-1 I du règlement général), ou des opérations connexes à l'offre (4^{ème} alinéa de l'article 261-1 I du règlement général), ces éléments font l'objet d'une revue critique par l'expert afin d'établir en quoi ces accords ou opérations ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du projet d'offre (cf. point 5 de la recommandation AMF n°2006-15).

En pareille hypothèse, l'AMF précisait dans son rapport annuel 2007 que ces éléments font l'objet dans le rapport de l'expert de commentaires circonstanciés démontrant en quoi de tels éléments ne sont pas de nature à nuire à l'égalité de traitement des actionnaires. L'AMF avait par ailleurs précisé sur ce point qu'il ne suffit pas de faire état de lettres d'affirmation obtenues des dirigeants ou de l'initiateur et qu'il incombe aux experts de se livrer à une véritable analyse critique des accords et des opérations connexes dont l'existence a motivé leur nomination par l'organe compétent de la société visée au titre des conflits d'intérêts. Les experts doivent y consacrer le même soin qu'aux travaux d'évaluation, et leur conclusion sur l'équité des conditions de l'offre doit notamment s'appuyer sur cette analyse (cf. rapport annuel AMF 2007 page 119).

De même, lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes (cas visé à l'article 261-1 I 5° du règlement général), l'expert indépendant examine si les conditions de prix auxquelles est libellée l'offre sont susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre. En particulier, il s'assure que le mode de détermination du prix de l'une des

catégories de titres ne repose pas sur des hypothèses incohérentes avec celles retenues pour une autre catégorie visée, et se prononce sur la cohérence des hypothèses et paramètres utilisés dans la valorisation de chaque instrument visé par l'offre. La conclusion du rapport sur l'équité des conditions de l'offre s'appuie notamment sur les résultats de cette analyse (cf. point 5 recommandation AMF n°2006-15 et rapport annuel AMF 2007 page 120).

Afin de pouvoir être désigné, un expert indépendant ne doit pas être en situation de conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'offre publique ou l'opération et leurs conseils (cf. article 261-4 I alinéa 1 du règlement général). Il est précisé que l'expert indépendant est notamment considéré comme étant en situation de conflit d'intérêts lorsqu'il entretient des liens juridiques ou de capital avec les personnes concernées par l'offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance, lorsqu'il a évalué la société visée dans les 18 mois précédant sa date de désignation (sauf s'il s'agit du prolongement de sa première mission), a conseillé les personnes concernées par l'offre, ou s'il détient un intérêt financier dans la réussite de l'offre (d'où l'obligation d'être rémunéré au forfait) ou une créance ou une dette susceptible d'affecter son indépendance (cf. article 1 de la recommandation AMF n°2006-08).

L'expert est donc invité à décrire systématiquement l'ensemble des missions réalisées sur les derniers 24 mois écoulés avec le ou les établissements présentateurs de l'offre publique pour laquelle il est mandaté, en expliquant en quoi des interventions conjointes passées, le cas échéant, ne sauraient affecter l'indépendance de son jugement au cas d'espèce de l'offre concernée (cf. rapport annuel AMF 2007 page 120).

L'expert indépendant ne doit pas intervenir de manière répétée avec le ou les mêmes établissements présentateurs ou au sein d'un même groupe lorsque la fréquence de ses interventions est susceptible d'affecter son indépendance (cf. article 261-4 I alinéa 2 du règlement général).

Dans ce cadre, l'expert produit obligatoirement une déclaration d'indépendance, *i.e.* attestant de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. En cas de situation créant un risque de conflit d'intérêts mais dont l'expert estime qu'elle n'est pas susceptible d'affecter son indépendance, comme par exemple le cas où celui-ci serait intervenu sur une mission mineure concernant la société et représentant une part très faible de son chiffre d'affaires annuel (par exemple inférieur à 1%), il le mentionne et le justifie dans la déclaration d'indépendance figurant dans son rapport (cf. article 261-4 II du règlement général).

On soulignera qu'un des points saillants de la réforme de 2005 a été la désignation de l'expert indépendant par l'organe social de la société visée et l'incitation, notamment au travers de la recommandation AMF relative à l'expertise indépendante (cf. point 1. de la recommandation AMF n°2006-15), à la désignation d'« un comité d'administrateurs ou de membres du conseil de surveillance indépendants pour assurer la supervision de la mission de l'expert indépendant ».

Il s'agissait de mettre l'organe social compétent de la société visée, chargé de rendre l'avis motivé sur l'offre publique, au cœur de la problématique de l'expertise et de permettre que l'avis motivé soit rendu dans les meilleures conditions. Si l'expression de l'avis motivé est bien la prérogative du conseil d'administration ou du conseil de surveillance dans sa composition entière, dans certains cas il a été observé le déport d'administrateurs conflictés, voire l'expression d'un vote conforme par ledit conseil à la recommandation prise par le comité regroupant « les indépendants ».

Toutefois, les membres du groupe de travail ont relevé un certain nombre d'opérations dans lesquelles aucun comité « d'indépendants » n'a été constitué, ce qui témoigne des limites de la réforme de 2005 évoquée. En outre, il a été aussi relevé que les avis motivés des conseils sont fréquemment très formels, par exemple évoquant l'opportunité d'une liquidité offerte aux actionnaires, ou reprenant sans contextualisation les principales primes dégagées par l'offre.

B/ Le rapport d'expertise indépendante

L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre dont la conclusion est présentée sous la forme d'une attestation d'équité.

Ce rapport est présenté au conseil d'administration de la société et permet d'éclairer celui-ci dans le cadre de l'avis motivé qu'il doit donner sur l'offre (*i.e.* intérêts et conséquences de l'offre pour la société, ses actionnaires et ses salariés). Le rapport est par ailleurs annexé *in extenso* dans la note en réponse de la société qui est mise à disposition de l'ensemble des actionnaires au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre.

Afin d'établir son rapport, l'expert doit discuter des comptes et du plan d'affaires avec les équipes de direction de la société visée et, le cas échéant, de l'initiateur. Il doit également discuter avec les banques conseils de l'opération et procéder à une analyse critique des hypothèses présentées. La rédaction de son rapport doit par ailleurs souligner les points éventuels de divergence avec l'initiateur et ses banques conseils (*cf.* article 3 de l'instruction AMF n°2006-08).

Il doit par ailleurs disposer des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de ses missions (*cf.* point 1. de la recommandation AMF n°2006-15) et bénéficier d'un délai de 15 jours de négociation à compter de sa désignation pour finaliser son rapport (*cf.* article 262-1 II du règlement général). Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration du rapport (*cf.* dernier alinéa du point 1. de la recommandation AMF n°2006-15).

Le rapport de l'expert comporte notamment la déclaration d'indépendance visée au paragraphe précédent (*cf.* article 261-4 II du règlement général), le montant de la rémunération perçue, une description des diligences effectuées, l'évaluation de la société concernée sur la base d'une approche multicritères, une analyse du travail d'évaluation réalisé par l'établissement présentateur mettant en exergue les points de divergence identifiés et une attestation d'équité concluant au caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'offre ou de l'opération concernée (*cf.* article 2 II de l'instruction AMF n°2006-08). Le rapport précise en outre si l'expert adhère ou non à une association professionnelle reconnue par l'AMF et si celui-ci a fait (ou non) l'objet d'un contrôle qualité (*cf.* point 7 dernier alinéa de la recommandation AMF n°2006-15).

C/ Les associations professionnelles d'experts indépendants

En application de l'article 263-1 et suivants du règlement général, l'AMF peut reconnaître des associations professionnelles d'experts indépendants à la demande desdites associations. Afin d'être reconnues, ces associations doivent notamment élaborer un code de déontologie. Celui-ci définit notamment les principes d'indépendance des experts, la compétence et les moyens dont il doit disposer, les règles de confidentialité auxquelles il est soumis et les procédures d'acceptation et réalisation des missions ainsi que de contrôle de qualité des travaux.

L'association doit disposer des moyens humains et matériels nécessaires à l'exercice et à la permanence de sa mission, étant précisé que les moyens matériels consistent notamment en un archivage permettant d'assurer la conservation des documents, en particulier les rapports des experts indépendants pendant au moins cinq ans (*cf.* article 261-3 du règlement général).

À ce jour, 3 associations d'experts indépendants ont été reconnues par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants du règlement général : l'ANDEFI (Association Nationale d'Experts Financiers Indépendants) en 2007, l'APEI (Association Professionnelle des Experts indépendants) en 2008, et l'A3E Lyon (Association des experts en évaluation d'entreprise de Lyon (« A3E » Lyon) en 2011. L'APEI, seule association qui a des contacts réguliers avec l'AMF, a produit un certain nombre de travaux disponibles sur son site.

Quelques statistiques :

Sur les 5 dernières années, le nombre d'offres publiques a évolué comme suit :

Offre publiques ouvertes dans l'année sous revue	2014	2015	2016	2017	2018
Offres relevant de la procédure normale dont OPE	10	9	13	5	2
Offres relevant de la procédure simplifiée	14	17	17	26	13
Offres publiques de retrait	4	1	1	1	1
Offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire	6	2	7	6	6
Offres publiques de rachat	4	3	1	3	2
Retraits obligatoires avec conformité	0	1	0	0	0
Retraits obligatoires sans conformité	10	10	10	17	6
Total (hors retraits obligatoires sans conformité)	38	33	39	41	24

En outre, 70 offres publiques ont été déposées en 2016-2018 où l'initiateur avait indiqué vouloir mettre en œuvre un retrait obligatoire. Ces opérations recouvrent des situations très différentes présentées ci-dessous : (i) les seules offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire (19 opérations), (ii) les opérations où le retrait obligatoire n'a pu être mis en œuvre à l'issue de l'offre publique (17 opérations), (iii) les opérations ayant donné lieu à contestation (15 opérations), (iv) les opérations « successives » ayant abouti à un retrait obligatoire (3 cibles), et (v) les opérations où un complément de prix était proposé en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire (2 opérations).

Sur l'ensemble des offres publiques étudiées, la prime médiane a été de 26% sur le cours de bourse spot, 20% sur la valorisation par les flux de trésorerie actualisés de la banque présentatrice et 15% sur celle de l'expert indépendant. Sur l'ensemble des méthodes de valorisation extérieures, la prime médiane est de 20% pour les banques présentatrices et 16% pour les experts indépendants. La rémunération de l'expert indépendant ressort à 65 k€ (médiane) et 135 k€ (moyenne), reflétant des écarts importants. Le nombre de méthodes de valorisation mises en œuvre est similaire entre les banques présentatrices et les experts indépendants, à savoir 3,3 et 3,4 méthodes respectivement.

Plus spécifiquement, il est possible de noter que :

- s'agissant des seules OPR-RO, les primes extérieures par le prix d'offre sur le cours de bourse connaissent des écarts importants (de -6% à +595%), reflétant la faible liquidité des cours de bourse des sociétés visées ;
- s'agissant des seules opérations où le retrait obligatoire n'a pu être mis en œuvre, ces opérations se caractérisent par des primes sur les valorisations par les flux de trésorerie actualisés relativement faibles, à savoir en moyenne 13% (banques présentatrices) et 10% (experts indépendants) ;
- s'agissant des seules opérations « successives », à savoir un retrait obligatoire mis en œuvre plusieurs mois après une première tentative infructueuse, les primes extérieures par la méthode des flux de trésorerie actualisés augmentent très significativement entre la première et la seconde offre (de 1%-2% à 41-44% respectivement), notamment par un ajustement significatif des taux d'actualisation, reflétant une volonté de davantage convaincre le marché.

Titre 2 : Renforcer la protection des actionnaires minoritaires

2.1 Mieux garantir le suivi de l'offre par des administrateurs indépendants

La réforme de 2005 a modifié le mode de désignation de l'expert indépendant en prévoyant que celui-ci serait désormais directement nommé par la société visée, sans agrément préalable de l'AMF. Comme indiqué ci-dessus, l'AMF a recommandé que soit désigné, le cas échéant, un comité d'administrateurs indépendants ou de membres du conseil de surveillance indépendants (le comité *ad hoc*) pour assurer la supervision de la mission de l'expert (cf. point 1. de la recommandation AMF n°2006-15). Ainsi, l'expert est désigné par le conseil et le comité *ad hoc* assure le suivi de la mission de l'expert.

Cette recommandation n'est néanmoins pas toujours suivie d'effet dans la mesure où notamment l'existence d'un tel comité *ad hoc* n'est pas systématique.

On rappellera tout d'abord que la désignation d'un administrateur indépendant au sein des conseils d'administration ou de surveillance peut résulter de la loi. Le code de commerce (cf. article L. 823-19) impose en effet l'existence d'un comité d'audit agissant sous la responsabilité des organes chargés de l'administration ou de l'organe de surveillance au sein des sociétés dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé. Le texte prévoit qu'un membre au moins de ce comité doit présenter des compétences particulières en matière financière, comptable ou de contrôle légal des comptes et être indépendant au regard de critères précisés et rendus publics par l'organe chargé de l'administration ou de la surveillance.

Cette obligation (uniquement applicable aux sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé alors que le retrait obligatoire est également applicable sur Euronext Growth), doit néanmoins être tempérée au regard des exceptions prévues, notamment lorsque la société dispose déjà d'un autre organe exerçant les missions du comité d'audit, sous réserve d'identifier cet organe (qui peut être l'organe chargé de l'administration ou l'organe de surveillance), et de rendre publique sa composition. Dans cette hypothèse la composition dudit organe est libre et il n'est pas obligatoire d'avoir recours à un indépendant (cf. article L. 823-20 du même code). Autrement dit, le droit des sociétés actuel n'impose pas systématiquement à une société de se doter d'administrateurs indépendants.

Par ailleurs, les sociétés peuvent suivre les recommandations issues des codes de gouvernance d'entreprise. Ainsi, le code AFEP-MEDEF, recommande que la proportion d'administrateurs indépendants soit de la moitié des membres de l'organe d'administration ou de surveillance dans les sociétés dont le capital est dispersé et qui sont dépourvues d'actionnaire de contrôle. Dans les sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, la part des administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers. Les administrateurs représentant les actionnaires salariés ainsi que les administrateurs représentant les salariés ne sont pas comptabilisés pour remplir ces conditions (cf. point 8.3. du code AFEP-MEDEF). Le code Middlednext recommande pour sa part la présence d'au moins deux administrateurs indépendants dans les conseils d'administration.

Ces codes de gouvernance d'entreprise sont soumis au principe : appliquer ou expliquer. C'est pourquoi, en cas d'offre publique, il a été constaté dans certains cas que le conseil d'administration ou le conseil de surveillance de la société visée ne comportent aucun administrateur indépendant, ou en nombre insuffisant pour constituer un comité *ad hoc*.

Face à cette situation, le groupe s'est interrogé à l'initiative de plusieurs de ses membres sur la question de savoir si l'abaissement du seuil pourrait justifier le retour à la désignation de l'expert par une procédure administrative dont l'AMF serait responsable et plus généralement la substitution de l'avis motivé de l'organe social compétent par la prise en compte par le régulateur de l'intérêt du marché dans sa décision de conformité. Compte tenu des progrès réalisés en matière de gouvernement d'entreprise, il est apparu qu'une telle procédure viendrait à l'encontre des progrès réalisés en terme de gouvernement d'entreprise depuis la réforme issue du rapport Naulot.

Par ailleurs l'AMF a toujours promu les meilleurs standards de gouvernance, notamment s'agissant de l'indépendance des administrateurs.

En conséquence, le groupe de travail a considéré que l'existence d'un comité *ad hoc* de l'organe social compétent de la société visée composé d'administrateurs indépendants en nombre suffisant chargé de superviser, lors de toutes ses phases, la mission de l'expert indépendant restait nécessaire pour permettre à la société visée d'émettre un avis motivé pertinent. En outre, le rôle du comité *ad hoc* devait naturellement être étendu à la nomination de l'expert sur la base d'une lettre de mission (cf. point proposition 10 sur le contenu de la lettre de mission).

Par ailleurs, le groupe de travail a estimé qu'en l'absence d'administrateurs indépendants, ou dans l'hypothèse où ceux-ci seraient en nombre insuffisant pour permettre d'avoir une majorité de leur part au sein d'un comité *ad hoc* composé d'au moins 3 personnes, la désignation de l'expert indépendant devrait faire intervenir l'AMF. Cette dernière serait amenée à agréer l'expert pressenti par le conseil de la société visée au regard de ses compétences, des moyens matériels et humains dont il dispose ainsi que du programme de travail établi, lequel inclurait aussi le nombre d'heures escomptées et le montant des honoraires demandés. L'agrément de l'AMF viserait non pas à ce que l'Autorité se substitue à l'organe social compétent, mais à s'assurer que l'ensemble des paramètres relatifs à la mission proposée à l'expert indépendant aient bien été fixés et que l'expert pressenti soit à même de réaliser sa mission dans de bonnes conditions.

Par ailleurs, les membres du groupe de travail ont examiné la proposition émise, lors d'une audition, de pouvoir, dans l'hypothèse précédente, retenir les administrateurs qui, tout en n'étant pas indépendant au sens des codes de gouvernance, ne seraient pas « conflictés » par l'offre projetée (c'est-à-dire qui ne seraient pas liés à l'initiateur et pas en situation de conflit d'intérêts par rapport à ladite offre publique). Du fait de la complexité à appréhender juridiquement la notion d'administrateur « non conflicté », cette proposition n'a néanmoins pas été reprise.

Proposition 1 :

En cas d'offre publique, un comité d'administrateurs *ad hoc* constitué majoritairement d'administrateurs indépendants devrait être chargé par l'organe social compétent de la société visée de choisir et superviser les travaux de l'expert indépendant.

En l'absence d'administrateurs indépendants ou lorsque leur nombre est insuffisant pour former un comité *ad hoc*, la société visée par l'offre publique devrait soumettre à l'AMF, pour agrément, l'expert indépendant qu'elle entend désigner au regard des moyens matériels et humains (notamment la composition et la qualification de l'équipe dédiée à la mission) dont il dispose et du programme de travail établi, lequel inclurait également le nombre d'heures et le montant des honoraires demandés.

Niveau réglementaire cible : règlement général, instruction sur les offres et instruction et recommandation sur l'expertise indépendante.

2.2 Favoriser la prise en compte des observations formulées par les actionnaires minoritaires avant l'émission de l'avis motivé de la société visée

Le groupe de travail a considéré que les actionnaires minoritaires devaient pouvoir faire valoir plus facilement leurs arguments concernant une offre publique en amont de l'émission du rapport de l'expert indépendant et de l'avis motivé de l'organe social compétent de la société visée.

Pour ce faire, il est ainsi apparu nécessaire au groupe de travail de revoir, dans certains cas, la procédure d'offre publique. Il a estimé que certaines offres publiques, pour lesquelles le facteur temps revêt moins d'importance, pourraient être séquencées de sorte à laisser un temps suffisant aux actionnaires minoritaires pour faire connaître leurs éventuelles remarques avant que la note en réponse de la société visée ne soit publiée, laquelle contient le rapport de l'expert indépendant et l'avis motivé de l'organe social compétent de la société visée.

Les offres dites de fermeture, c'est-à-dire des offres publiques émises par un actionnaire détenant au moins 50% du capital et des droits de vote de la société visée (cf. article 233-1, 1° du règlement général), qui sont fréquemment le prélude à un retrait obligatoire, sont apparues constituer le bon terrain pour mettre en œuvre cette logique dans la mesure où l'initiateur est également l'actionnaire majoritaire de la société visée, et peut choisir en conséquence le « timing » de son opération.

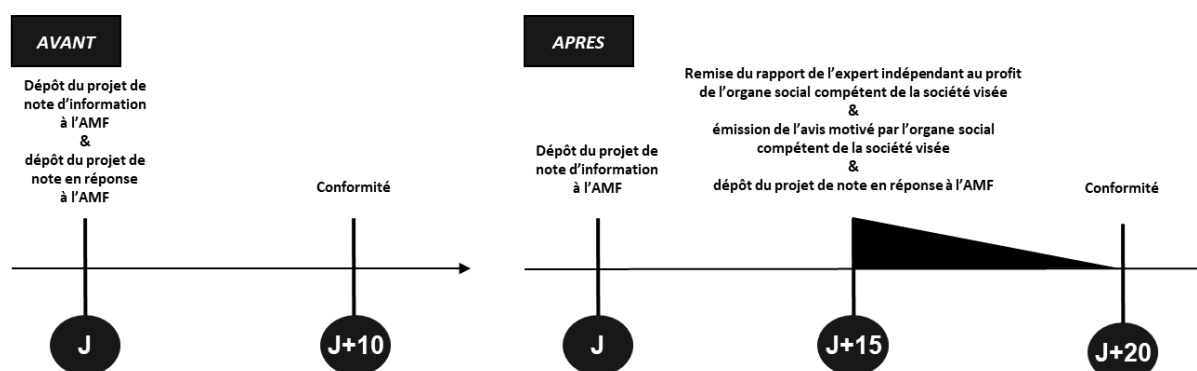
Dans ce cadre, il est apparu au groupe de travail qu'il serait pertinent d'ouvrir un délai, à compter du dépôt par l'initiateur de sa note d'information, pendant lequel les actionnaires minoritaires pourraient faire connaître leurs observations, notamment à l'expert indépendant et à l'organe social de la société visée chargée de rendre l'avis motivé, avant que ces derniers n'aient finalisé leurs travaux. À l'issue de ce délai, et seulement à ce moment, l'expert pourrait émettre son rapport et la société visée son avis motivé en ayant connaissance, le cas échéant, des remarques écrites formulées par les actionnaires. Cela permettrait à l'organe social compétent et à l'expert indépendant de répondre à ces remarques (l'expert répondant dans son rapport aux remarques ayant trait à son champ de compétence, à savoir les conditions financières de l'offre au regard de l'évaluation multicritères).

Le groupe de travail a estimé que le délai entre le dépôt de la note de l'initiateur et le dépôt de la note en réponse devrait être suffisant pour que ce processus puisse se dérouler de manière satisfaisante.

Il pourrait être ainsi retenu que :

- l'expert indépendant ne pourrait remettre son rapport définitif et l'organe social compétent de la société visée son avis motivé avant l'expiration d'un délai de 15 jours de négociation après le dépôt de la note d'information par l'initiateur ;
- le dépôt de la note en réponse ne pourrait intervenir qu'après la réalisation de ces deux formalités, comme c'est déjà le cas aujourd'hui.

Le séquençage « type » des opérations serait alors le suivant (avant et après modification de la réglementation) :



Proposition 2 :

En cas d'offre de fermeture, la remise par l'expert indépendant de son rapport signé au profit de l'organe social compétent de la société visée, et l'émission par ledit organe de son avis motivé sur l'offre, interviendraient au plus tôt 15 jours de négociation après le dépôt de la note d'information de l'initiateur, pour permettre à l'expert indépendant et à l'organe social compétent de la société visée de prendre connaissance des éventuelles observations écrites provenant des actionnaires minoritaires et de répondre aux principales d'entre elles.

Niveau réglementaire cible : règlement général et instruction sur les offres.

2.3 Faciliter l'accès des actionnaires minoritaires aux parties concernées par l'offre

En complément du point précédent, il sera observé que la recommandation sur l'expertise indépendante demande aux organes sociaux compétents de la société visée si possible à compter de l'annonce des caractéristiques de l'offre, et en tout état de cause une fois l'avis motivé rendu public, de permettre aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent d'obtenir des compléments d'information en interrogeant l'organe social compétent (cf. point 1. de la recommandation AMF n°2006-15)¹¹.

La même recommandation précise en outre que lorsque des actionnaires minoritaires de la société visée se sont manifestés auprès de la société ou de l'expert indépendant afin de faire valoir leurs arguments relatifs aux conditions de l'offre publique, l'expert indépendant peut en faire état dans son rapport et indiquer le cas échéant les raisons pour lesquelles il a ou non tenu compte dans son analyse des points de vue ainsi exprimés (cf. point 6. de la recommandation AMF n°2006-15).

Néanmoins, il ressort en pratique d'une part, que l'accès aux conseils d'administrations ou aux conseils de surveillance des sociétés visées par une offre n'est pas toujours aisé et, d'autre part, que lorsque les actionnaires minoritaires y ont accès, le rapport de l'expert indépendant ayant déjà été émis et l'avis motivé déjà rendu, il n'y a plus guère de place pour entamer un dialogue ou, a fortiori, apporter un remède aux points contestés.

C'est pourquoi, les membres du groupe de travail estiment qu'il faudrait faire en sorte que les actionnaires puissent échanger avec la société visée, l'expert indépendant et l'AMF le plus tôt possible, dès l'annonce des principales caractéristiques de l'opération. Ils estiment notamment qu'un contact pour la société visée et les coordonnées de l'expert indépendant devrait être systématiquement annoncés au marché dès l'annonce de l'offre.

Par ailleurs, l'AMF pourrait créer une adresse dédiée destinée à lui transmettre par écrit les arguments que les actionnaires souhaitent formuler sur le projet d'offre publique.

Proposition 3 :

Lors de l'annonce des caractéristiques de l'opération ou à la date de désignation de l'expert, si celle-ci est postérieure, le communiqué publié par la société visée devrait mentionner (i) un contact en son sein pour transmettre les éventuelles observations écrites, et (ii) le nom de l'expert indépendant mandaté sur l'offre afin que les actionnaires puissent lui faire parvenir leurs observations écrites.

L'AMF mettrait également à la disposition des actionnaires une boîte dédiée pour les offres publiques dont le contenu serait en tant que de besoin porté à la connaissance des différentes parties prenantes.

Niveau réglementaire cible : règlement général et instruction sur les offres pour la boîte dédiée.

2.4 Introduire dans le rapport d'expertise indépendante un chapitre dédié aux observations éventuelles des actionnaires minoritaires

Lorsque des actionnaires minoritaires de la société visée se sont manifestés auprès de l'expert indépendant afin de faire valoir leurs arguments relatifs aux conditions de l'offre publique, l'expert indépendant peut en faire état dans son rapport et indiquer le cas échéant les raisons pour lesquelles il a, ou non, tenu compte dans son analyse des points de vue ainsi exprimés (cf. point 6 de la recommandation AMF n°2006-15).

Les membres du groupe de travail ont constaté que si les rapports d'experts indépendants font, directement ou indirectement, référence aux observations qui leur sont transmises par les actionnaires minoritaires, la pratique

¹¹ Il est rappelé qu'en raison du principe d'égalité entre actionnaires que les actionnaires salariés et non-salariés sont traités *pari passu* dans le cadre de leurs droits d'actionnaires au regard de l'offre publique et des contestations éventuelles.

en la matière n'est pas homogène. Certains experts indépendants répondent en creux ou indirectement aux arguments soulevés, d'autres établissent une analyse sur certains arguments développés, et d'autres encore élaborent une analyse précise et circonstanciée des principaux arguments soulevés par les actionnaires minoritaires.

Le groupe de travail estime qu'une prise en compte plus systématique de ces observations participerait d'un bon fonctionnement du processus des offres publiques et permettrait de s'assurer que les experts ont bien pris en compte ces observations des actionnaires pour établir leur rapport (ou le cas échéant pour le compléter).

Cette proposition fait notamment écho à la proposition 5 sur le contenu de l'avis motivé de l'organe social compétent de la société visée, qui doit également extérioriser les échanges qu'il a pu avoir avec les actionnaires minoritaires et son analyse sur les arguments de ces derniers et ce en lien avec l'expert indépendant.

Les membres du groupe de travail ont par conséquent émis le souhait que les principaux arguments soulevés par les actionnaires minoritaires et leur analyse par l'expert indépendant apparaissent clairement dans le rapport d'expertise, rassemblés en synthèse dans un chapitre dédié.

Proposition 4 :

Le rapport d'expertise devrait prévoir un chapitre sur les principaux arguments écrits présentés par les actionnaires minoritaires que l'expert analyse et apprécie et sur lesquels il prend position (cf. proposition 5).

Niveau réglementaire cible : instruction et recommandation sur l'expertise indépendante.

2.5 Renforcer le contenu de l'avis motivé établi par l'organe social compétent de la société visée

En pratique, c'est à l'occasion du dépôt de la note en réponse de la société visée que le rapport de l'expert indépendant et l'avis motivé émis par l'organe social compétent de la société visée sont rendus publics. Ils font partie intégrante de la note en réponse (cf. article 231-19 du règlement général).

Le contenu de l'avis motivé est fixé par le règlement général de l'AMF, lequel prévoit que l'organe social compétent de la société visée doit émettre un tel avis sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés. Il doit également indiquer, le cas échéant, les mesures susceptibles de faire échouer l'offre qu'il a mises en œuvre ou qu'il a décidé de mettre en œuvre. En outre, l'avis précise les conditions de vote dans lesquelles il a été adopté, les membres minoritaires pouvant demander qu'il soit fait état de leur identité et de leur position (cf. article 231-19, 4° du règlement général).

Néanmoins, le groupe de travail considère que trop fréquemment les avis motivés rendus sont très formels, porteurs de formulations « quasi rituelles » (cf. par exemple l'argument selon lequel l'offre permet aux actionnaires d'obtenir une liquidité), ou paraphrasant le rapport de l'expert indépendant.

Or, compte tenu de son devoir fiduciaire, le conseil d'administration ou de surveillance doit non seulement formuler une recommandation sur l'offre publique proposée aux actionnaires, mais également démontrer qu'il s'est donné tous les moyens aux fins de remplir sa mission.

C'est pourquoi, le groupe de travail estime que l'organe social compétent de la société visée par l'offre publique devrait, dès la désignation de l'expert indépendant effectuée sous sa responsabilité, interagir avec lui à toutes les étapes de sa mission, dans les conditions visées à la proposition 1 (intervention du comité *ad hoc*). Il est l'interlocuteur privilégié de l'expert, chargé de superviser sa mission et de l'aider à surmonter les éventuelles difficultés qu'il peut rencontrer (documentation insuffisante, obtention de données prévisionnelles fiables...). Ces

interactions, fondamentales au bon déroulement de la mission de l'expert, devraient par conséquent être retracées dans l'avis motivé du conseil.

S'agissant du processus de nomination de l'expert indépendant, l'avis motivé de l'organe social compétent devrait notamment indiquer les raisons qui l'ont conduit à retenir l'expert indépendant (moyens humains et matériels, connaissance du secteur d'activité concerné...), le processus de nomination qui a été observé (prise de contact directe avec l'expert ou appel d'offres et, le cas échéant, conditions de mise en œuvre de celui-ci), ainsi que le descriptif précis de la mission confiée et son fondement réglementaire précis. Ce dernier point devrait être explicitement documenté dans la lettre de mission remise à l'expert (*cf. infra.*, proposition 10 concernant le processus de désignation de l'expert indépendant).

L'avis motivé devrait également extérioriser précisément le suivi de la mission de l'expert par l'organe social compétent (par l'intermédiaire, le cas échéant, du comité *ad hoc* désigné - *cf. proposition 1*), notamment les réunions de travail qui ont eu lieu et leurs thèmes, les difficultés rencontrées et les problématiques soulevées, y compris celles ayant trait aux observations que les actionnaires minoritaires pourraient faire au sujet du projet d'offre publique (*cf. infra.*).

Si le rapport de l'expert indépendant permet à l'organe social compétent de la société visée d'apprécier les conditions financières de l'offre publique et de rendre son avis motivé, il n'en demeure pas moins que ledit organe est au centre de ce processus, notamment parce qu'il doit s'assurer que l'expert indépendant a bien en sa possession l'ensemble des documents nécessaires à l'accomplissement de sa mission, mais aussi que ces documents sont pertinents. S'agissant plus particulièrement du plan d'affaires qui est transmis à l'expert, le conseil (ou, le cas échéant, le comité *ad hoc* désigné) devrait s'assurer que les hypothèses de celui-ci ont été établies selon des procédures habituelles et que, dans la situation contemporaine de l'offre publique, il traduit la meilleure estimation possible des prévisions de la société, ce qui signifie aussi qu'il n'en existe pas d'autres établies pour d'autres raisons que l'offre publique elle-même. Dans le cas contraire, les autres prévisions devraient aussi être transmises à l'expert et il devrait être indiqué (en lien avec le rapport de l'expert indépendant) quel a été le traitement de ces prévisions et le cas échéant les raisons de leur non prise en compte.

De même, dans l'hypothèse où pour les besoins de l'offre publique la société visée établit un nouveau plan d'affaires qui fait apparaître des différences substantielles avec la communication de la société, l'organe social compétent devra explicitement mentionner dans son avis les raisons qui ont présidé à l'établissement de ce nouveau plan et les principales différences qui en résultent.

Par ailleurs, l'organe social compétent de la société visée (ou, le cas échéant, le comité *ad hoc* désigné) devrait mentionner si l'expert indépendant a bien obtenu l'ensemble des documents relatifs à sa mission y compris les lettres d'affirmation demandées par l'expert (*cf. aussi point 13*).

Les membres du groupe de travail ont par ailleurs estimé que l'organe social compétent de la société visée devrait être davantage impliqué lorsque les actionnaires présentent des observations (*cf. proposition 4* sur l'accès des actionnaires aux parties concernées par l'offre), ce qui signifie notamment que l'avis motivé qu'il rendrait présenterait synthétiquement les principaux arguments reçus et les réponses apportées, tant sur les questions juridiques que sur celles financières. Sur ce dernier point, il serait alors loisible de renvoyer aux réponses apportées par l'expert indépendant dans son rapport.

Proposition 5 :

L'avis motivé de l'organe social compétent de la société visée (le cas échéant sur proposition du comité *ad hoc*) devrait être renforcé pour inclure :

- le processus de nomination de l'expert et les raisons qui ont conduit l'organe d'administration à retenir ledit expert (les raisons qui ont justifié la nomination de l'expert : expérience, composition et qualification)

de l'équipe dédiée à la mission et moyens matériels...), ainsi que les fondements juridiques de la désignation de l'expert (lettre de mission) - *cf.* aussi proposition 11 ;

- la liste des réunions tenues et des thèmes et problématiques traités ;
- la mention que toutes les données prévisionnelles, concernant notamment le plan d'affaires, ont été transmises à l'expert indépendant et établies selon les procédures habituelles de la société visée (*cf.* aussi proposition 13), ainsi que le fait qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles (ou, dans le cas contraire, qu'elles ont été communiquées à l'expert et le traitement qui leur a été réservé) ;
- l'explication des éventuelles différences entre le nouveau plan d'affaires transmis à l'expert indépendant et la communication financière antérieure de la société ; et
- la prise en compte dans l'avis motivé des principales observations écrites présentées par les actionnaires minoritaires par une réponse circonstanciée, le cas échéant, en lien avec l'expert indépendant (*cf.* aussi proposition 4).

Niveau réglementaire cible : règlement général et instruction sur les offres pour l'avis motivé et recommandation sur l'expertise indépendante pour la partie concernant l'expert indépendant.

2.6 Présenter de manière transparente le contenu de la documentation d'offre par comparaison à la communication historique de la société sur sa stratégie

Sans qu'il s'agisse spécifiquement d'omissions ou d'inexactitudes, les membres du groupe de travail ont fait valoir que les intentions de l'initiateur exprimées lors d'une offre publique de fermeture quant à la stratégie suivie, pouvait traduire une évolution marquée, voire même prendre à « contre-pied » les actionnaires.

Outre la possibilité pour les actionnaires de saisir l'organe social compétent de la société visée, le groupe de travail a estimé qu'il appartenait à l'initiateur de documenter précisément dans sa note d'information la nouvelle stratégie, ses intentions, et les implications de cette évolution au regard de la valorisation de la société visée

Proposition 6 :

Dans le cadre d'une offre de fermeture l'initiateur devrait préciser, le cas échéant, la nouvelle stratégie, ses intentions, et les implications de cette évolution au regard de la valorisation de la société visée.

Niveau réglementaire cible : instruction sur les offres.

2.7 Clarifier et mieux justifier les conditions de fixation du prix

La fixation d'un prix d'offre publique est laissée à la libre appréciation de l'initiateur. Ce principe de liberté est néanmoins à relativiser en fonction des types d'offre.

S'agissant des conditions financières en cas d'offre obligatoire, le règlement général prévoit que le prix doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert, sur une période de 12 mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer l'offre, étant précisé que l'AMF peut demander ou autoriser la modification du prix proposé lorsqu'un changement manifeste des caractéristiques de la société visée ou du marché de ses titres le justifie, *i.e.* lorsque des événements susceptibles d'influer de manière significative sur la valeur des titres concernés sont intervenus au cours des douze derniers mois précédant le dépôt de l'offre, lorsque la société visée est en situation de difficulté financière avérée, ou lorsque le prix susvisé résulte d'une transaction assortie d'éléments connexes entre l'initiateur, agissant seul ou de concert, et le vendeur des titres acquis par l'initiateur au cours des douze derniers mois (*cf.* article 234-6 du règlement général).

S'agissant des conditions financières en cas d'offre publique simplifiée, le règlement général prévoit que le prix proposé par l'initiateur ne peut être inférieur, sauf accord de l'AMF, au prix déterminé par le calcul de la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, pendant les 60 jours de négociation précédant la publication de l'avis de pré-offre ou, à défaut, de l'avis de dépôt du projet d'offre. Pour les besoins de ce calcul, les cours et volumes utilisés sont ceux constatés sur le marché réglementé sur lequel les actions de la société visée bénéficient de la liquidité la plus importante (cf. article 233-3 du règlement général).

S'agissant des conditions financières du retrait obligatoire, il est rappelé que deux cas doivent être distingués :

- le retrait obligatoire faisant suite à une offre de procédure normale s'effectue au même prix que ladite offre, étant précisé (i) qu'en cas d'offre volontaire aucun prix plancher n'est prévu, et (ii) qu'en cas d'offre obligatoire le prix d'offre doit au moins être égal au prix le plus cher payé par l'initiateur au cours des 12 mois précédents le dépôt de l'offre ; et
- le retrait obligatoire qui, faisant suite à une offre de procédure simplifiée, s'effectue au même prix que l'offre publique, sous réserve de l'analyse multicritères¹², étant précisé (i) qu'en cas d'offre volontaire le prix devra être au moins égal à la moyenne pondérée par les cours de bourse à 60 jours de négociation (cf. article 233-3 du règlement général), et (ii) qu'en cas d'offre obligatoire, le prix d'offre doit au moins être égal au prix le plus cher payé par l'initiateur au cours des 12 mois précédant le fait générateur du dépôt de l'offre sauf cas particuliers (cf. article 234-6 du règlement général).

Concernant enfin les offres concurrentes et les surenchères, le règlement général n'a pas évolué et continue de prévoir que le prix proposé dans ce cadre doit excéder d'au moins 2% le prix de la dernière offre (ou amélioration significative des conditions financières en cas de remise de titres).

Il sera par ailleurs rappelé que si l'évaluation n'est pas une science exacte, certains grands principes ou méthodes ont une assise reconnue. Le rapport Naulot avait notamment indiqué qu'il existe deux grandes familles de méthodes d'évaluation :

- les approches analogiques : elles consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées, soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été publiquement révélées ; et
- les approches intrinsèques : elles consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risque propres à celle-ci (notamment méthodes des flux de trésorerie, des flux de dividendes, et dans certains cas l'actif net réévalué (ANR)). La méthode des flux de trésorerie actualisés (*Discounted cash flows* - DCF), étant aujourd'hui utilisée dans la très grande majorité de cas.

¹² L'approche multicritères a été pour la première fois posée par la COB en 1977 ; il s'agissait alors d'approcher la valeur réelle des apports par référence à différents critères et méthodes. Cette approche a été ensuite reprise par les autorités de marché en ce qui concerne les évaluations des sociétés (notamment en cas d'offre publique où par exemple le prix était examiné en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus et des caractéristiques de la société visée). En outre, le législateur l'a consacrée dans la loi du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations et la loi du 31 décembre 1993 relative au retrait obligatoire. Dans cette dernière, l'évaluation des titres est effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs et 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. Par conséquent, l'approche multicritères commande l'utilisation d'une pluralité de critères, lesquels sont composés de références (transactions sur le capital, cours de bourse, dividendes, actif net comptable...) et de méthodes d'évaluation (actualisation des flux, méthodes analogiques, actif net réévalué...). Cette approche tient nécessairement compte des caractéristiques de la société (secteur d'appartenance, situation de la société concernée). La pondération entre les différentes références/méthodes n'est guère utilisée en tant que telle sauf dans des cas très particuliers, notamment lorsque les résultats obtenus de l'application de l'ensemble des critères sont très divergents. En revanche, certains critères peuvent être privilégiés : par exemple la référence au cours de bourse dans le cadre d'une société avec un large flottant très suivie par la communauté financière, ou la référence à une transaction structurante sur le capital de la société visée faisant suite, par exemple, à un processus compétitif ouvert.

Au-delà de ces méthodes, il existe également des références de valorisation, qui peuvent compléter l'analyse de l'évaluateur en la confrontant à des indicateurs de valeur dont (i) la valeur comptable des actifs (ANC), (ii) le cours de bourse de l'entreprise (cours spot et moyennes de cours pondérées par les volumes), (iii) les opérations significatives réalisées sur les titres objet de l'évaluation, et (iv) les cours cibles des analystes.

À propos de ces méthodes, le rapport Naulot indiquait déjà en 2005 qu'en cas de mise en œuvre d'une analyse multicritères, l'examen des références de valorisation est indispensable et que la décision d'exclure la référence aux cours de bourse historiques ou à une moyenne des cours de bourse doit être prise avec prudence et justifiée par des arguments précis quand le titre est coté sur un marché réglementé car cette référence bénéficie alors d'une présomption de légitimité. Il ne recommandait néanmoins pas de retenir la notion de prix minimum pour ces références.

À ce titre, les membres du groupe de travail ont analysé les différentes références de valorisation susvisées et ont reconnu que leur utilisation systématique comme prix plancher s'avèrerait souvent peu pertinente, complexe en pratique, et en tout état de cause, impossible à appliquer de façon mécanique à tous les secteurs d'activité. Par exemple, l'application d'un critère lié à l'actif net comptable (ANC) ne serait pas pertinent s'il était appliqué indifféremment pour des sociétés telles que des banques, un holding de participations ou à une société du secteur des biotechnologies. En effet, alors que ce critère est pertinent pour les holdings de participation, il l'est beaucoup moins pour le secteur bancaire actuellement. C'est pourquoi le groupe de travail n'a pas souhaité imposer le principe d'un prix plancher.

Toutefois, le groupe de travail a néanmoins souhaité créer un principe de *comply or explain* applicable à l'actif net comptable, à la moyenne pondérée par les cours de bourse de la société, et à toute opération significative intervenue récemment sur le capital de la société visée. L'objectif est de retenir ces références de valorisation dans toutes les évaluations et à chaque fois que cela est pertinent et possible. C'est le cas lorsque l'initiateur souhaite mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre. La proposition d'un prix d'offre inférieur à l'une de ces références devrait alors faire l'objet d'une explication spécifique.

Les membres du groupe de travail ont par ailleurs souhaité étendre la règle du prix plancher qui existe déjà en matière d'offre publique d'achat simplifiée (moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, pendant les 60 jours de négociation précédant l'annonce, ou à défaut, le dépôt de l'offre, prévue à l'article 233-3 du règlement général) à toutes les offres de fermetures, en ce compris les offres publiques de retrait pour lesquelles ledit prix plancher n'est pas rendu actuellement applicable par le règlement général.

Proposition 7 :

Lorsque le prix d'offre s'établit en deçà de l'actif net comptable (ANC), de la moyenne des cours de bourse (moyennes 60 jours, 120 jours, 180 jours et 250 jours de négociation) pondérée par les volumes, ou du prix extériorisé par toute opération significative intervenue sur le capital de la société visée lors des 18 mois précédant le fait générateur de l'offre), l'initiateur devrait expliquer les raisons pour lesquelles ces références ne sont pas retenues lorsqu'il envisage de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre publique. Ce, sous réserve du paragraphe suivant.

Le règle du prix plancher en matière d'offre publique d'achat simplifiée, dans laquelle l'initiateur détient au moins 50% du capital et des droits de vote de la société visée (moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, pendant les 60 jours de négociation précédant l'annonce, ou à défaut, le dépôt de l'offre, prévue à l'article 233-3 du règlement général) devrait être étendue à toutes les offres de fermetures.

Niveau réglementaire cible : règlement général et instruction sur les offres

2.8 Mieux encadrer la pratique des compléments de prix

Les compléments de prix sont de plusieurs types et la possibilité de les mettre en œuvre diverge en fonction de leurs natures. Ils ne sont pas spécifiquement prévus par la réglementation, mais se sont développés en pratique.

Certains compléments de prix trouvent leur origine dans la volonté de l'initiateur de favoriser le succès d'une offre et notamment l'atteinte, le plus souvent, d'un seuil lui permettant de mettre en œuvre un retrait obligatoire ou bénéficiaire de l'intégration fiscale des déficits (95%). En cas d'atteinte dudit seuil, un complément de prix est alors payé aux actionnaires qui ont apporté leurs actions dans le cadre de la centralisation. L'existence de ce type de complément de prix ne pose pas de problème particulier à partir du moment où son principe est clairement énoncé par l'initiateur de l'offre.

D'autres compléments de prix sont liés à une incertitude spécifique de l'activité, d'un litige ou de l'évaluation d'un actif. En effet, les activités de la société visée peuvent connaître, après l'offre, des développements dont la cause existait préalablement à l'offre, justifiant qu'un complément soit versé postérieurement à l'offre.

Les membres du groupe de travail sont favorables au recours aux compléments de prix, à condition que ceux-ci soient liés à des circonstances spécifiques et pré-existantes à l'offre, qu'ils portent sur des actifs significatifs en termes de valeur par rapport à la valeur d'entreprise de la société et que le paiement du complément de prix intervienne dans un délai raisonnable, estimé comme devant être au maximum de 5 ans.

En outre, les membres du groupe de travail ont souligné l'insécurité juridique dans laquelle peut se retrouver un actionnaire minoritaire pour suivre le complément de prix, notamment lorsque l'initiateur est une société de droit étranger, si bien qu'il serait souhaitable que l'initiateur explicite les moyens mis en œuvre pour s'assurer qu'il sera en mesure de régler le complément à l'échéance et qu'une mission complémentaire de suivi d'exécution du complément de prix soit prévue dès la nomination de l'expert.

Enfin, sous réserve d'une appréciation au cas par cas, le groupe de travail a relevé que l'AMF a pu accepter en pratique, s'agissant de compléments de prix incertains, qu'il soit proposé aux actionnaires d'opter pour un paiement immédiat « au forfait » plutôt que d'attendre les conditions de réalisation du versement du complément de prix.

Proposition 8 :

Dans l'hypothèse où un complément de prix serait envisagé du fait d'un aléa de valorisation lié à des circonstances spécifiques et pré-existantes à l'offre (actifs particuliers / litiges en cours / procédures en cours) et portant sur des actifs significatifs, sa durée devrait être limitée à 5 ans et l'initiateur devrait expliciter les moyens mis en œuvre pour garantir qu'il sera en mesure de régler le complément à l'échéance.

Il devrait également être prévu une mission complémentaire de suivi d'exécution du complément de prix par l'expert indépendant dès la nomination de celui-ci.

Niveau réglementaire cible : instruction sur les offres, instruction et recommandation sur l'expertise indépendante.

2.9 Mise en conformité des seuils légaux suite à l'entrée en vigueur de la loi Pacte

L'article L. 233-7 du code de commerce dispose qu'une déclaration de franchissement de seuil(s) doit être effectuée dès lors qu'une personne vient à franchir, seule ou de concert, directement ou indirectement, à la hausse ou à la baisse, l'un ou plusieurs des seuils suivant : 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50%, 2/3, 90% et 95% du capital et des droits de vote de sociétés de droit français dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé (à titre illustratif Euronext Paris). Il est par ailleurs rappelé que sur le système multilatéral de négociation organisé (*i.e.* Euronext Growth), seuls les seuils de 50% et 95% sont applicables.

Le seuil de 90% prévu par la réglementation avait vocation à attirer l'attention du marché sur le fait que le ou les actionnaires majoritaires se rapprochaient du seuil de 95% permettant de mettre en œuvre le retrait obligatoire.

Avec l'abaissement du seuil du retrait obligatoire de 95% à 90% du fait de l'entrée en vigueur de la loi Pacte, la nécessité de conserver le seuil de 95% n'apparaît plus. En outre, dans la mesure où aucun seuil n'est à déclarer entre 2/3 et 90%, les actionnaires minoritaires ne seront plus en capacité de suivre la montée au capital d'un actionnaire majoritaire entre ces deux niveaux, notamment lorsque celui-ci s'approche du seuil de 90%.

Par conséquent, estimant que le fait de pouvoir suivre le renforcement au capital d'un actionnaire majoritaire avant que celui-ci n'ait atteint le seuil du retrait obligatoire (90% depuis la loi Pacte) participe d'une bonne information du marché, les membres du groupe de travail estiment pertinent de prévoir un seuil légal à 85%.

En outre, sur Euronext Growth, et par cohérence avec le régime actuel, il conviendrait de substituer le seuil de déclaration de 95% avec le nouveau seuil prévu pour le retrait obligatoire dans la Pacte, soit 90%.

Proposition 9 :

Il conviendrait de supprimer le seuil légal de 95% du capital et des droits de vote et d'ajouter un seuil légal de 85% du capital et des droits de vote dans la réglementation applicable aux franchissements de seuils pour les émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

Il conviendrait également de substituer le seuil légal de 90% du capital et des droits de vote à celui actuel de 95% du capital et des droits de vote dans la réglementation applicable aux franchissements de seuils pour les émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un système multilatéral de négociation (*i.e.* Euronext Growth au cas d'espèce).

Niveau réglementaire cible : code de commerce et règlement général sur les franchissements de seuils.

Titre 3 : Mieux garantir l'indépendance et la transparence de l'expertise indépendante

3.1 Assurer un processus de désignation de l'expert plus transparent

Le processus de nomination de l'expert indépendant par l'organe social compétent de la société visée n'est pas univoque. Celui-ci peut notamment résulter d'un appel d'offres plus ou moins élaboré. À ce jour, faute d'informations spécifiques, il n'est pas possible d'estimer la part des appels d'offres dans les missions confiées aux experts.

Les conditions des appels d'offres ne sont par ailleurs pas homogènes ; certains d'entre eux se dérouleraient parfois dans des conditions insatisfaisantes et serviraient plutôt à organiser une « pression à la baisse » sur les honoraires de l'expert. En outre, les informations nécessaires à une acceptation en connaissance de cause de la mission seraient parcellaires et peu précises, alors que dans le même temps il est demandé à l'expert de se positionner rapidement sur les conditions financières envisagées pour l'opération (sorte de prévalidation de celles-ci, cf. à cet égard aussi rapport annuel AMF 2014 page 93). En outre, les opérations connexes seraient parfois appréhendées une fois que la mission a été acceptée ou ne seraient pas toujours clairement *a priori* énoncées.

Dans ce contexte, les membres du groupe de travail ont estimé que, pour assurer un processus de désignation plus rigoureux, l'expert devait être approché et mandaté sur la base d'une mission clairement explicitée, notamment au travers d'une lettre de mission décrivant l'étendue de sa mission (évaluation, transactions connexes, différentes catégories de titres visés...) et son fondement réglementaire précis. Cette approche est évidemment incompatible avec la pratique d'appels d'offres « à l'aveugle ». Un tel document, permettrait à l'expert de se positionner en connaissance de cause sur l'acceptation ou non de la mission proposée.

Ce point rejoint une préoccupation déjà rappelée par l'AMF, à savoir que sa mission doit être clairement décrite par l'expert indépendant dans son rapport et que le fondement réglementaire de son intervention soit précisé (cf. par exemple rapport annuel AMF 2007 page 119).

Enfin, les membres du groupe de travail estiment que l'expert pourrait, à sa demande, avoir un contact avec le management de la société visée afin d'obtenir des précisions sur la mission envisagée. Ces éléments devraient être repris dans la lettre de mission remise à l'expert à l'occasion de sa désignation, laquelle devrait être annexée au rapport de l'expert indépendant.

Proposition 10 :

La procédure de nomination de l'expert indépendant devrait être conduite par l'organe social compétent de la société visée au terme d'un processus qui permettrait à l'expert indépendant d'avoir une appréciation précise et complète de la mission proposée.

Ainsi, l'expert devrait se voir expliciter les contours précis de la mission envisagée, les situations de conflits d'intérêts, et le fondement réglementaire de ladite mission (cf. aussi proposition 5).

Lorsque l'expert est désigné, il lui serait remis une lettre de mission contenant les éléments cités ci-dessus, laquelle serait annexée à son rapport.

Niveau réglementaire cible : instruction et recommandation sur l'expertise indépendante.

Les membres du groupe de travail estiment en outre qu'une partie du rapport de l'expert indépendant devrait être consacrée à la description de sa mission. Cette partie devrait reprendre les fondements juridiques sur lesquelles repose sa nomination en expliquant pourquoi ceux-ci sont applicables et décrire précisément l'étendue de la mission qui lui a été confiée par la société visée, laquelle figure dans la lettre de mission fournie à l'expert (cf.

notamment propositions 5 et 10). Ladite lettre pourrait notamment être annexée au rapport de l'expert indépendant.

Proposition 11 : le rapport d'expertise devrait contenir une partie spécifique concernant la mission qui lui a été confiée par la société visée (lettre de mission). Chacun des éléments constitutifs de la mission devrait être énuméré (cf. aussi propositions 5 et 10).

Niveau réglementaire cible : instruction et recommandation sur l'expertise indépendante.

3.2 Assurer aux experts indépendants les moyens nécessaires pour accomplir leurs missions

Le délai laissé à l'expert pour réaliser sa mission et les éléments matériels dont il dispose sont essentiels pour garantir un travail de qualité. À l'occasion du rapport Naulot, il avait été souligné que l'expert devrait « disposer du temps nécessaire à la réalisation de la mission ».

Le rapport précisait par ailleurs que « *l'expert indépendant devrait disposer d'un minimum de 20 jours pour réaliser son rapport, sauf circonstances exceptionnelles, le conseil d'administration de la société visée s'assurant au préalable que l'expert indépendant dispose dès sa désignation des éléments nécessaires à la réalisation de son étude* ».

Ces éléments ont été largement repris dans la réglementation actuelle. L'article 262-1 II du règlement général prévoit ainsi que l'expert indépendant doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité du dossier et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Le règlement général prévoit que ce délai ne peut être inférieur à 15 jours de négociation.

La recommandation AMF sur l'expertise indépendante précise en outre que ce délai s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport (cf. point 1. de la recommandation AMF n°2006-15).

Au fil des années, les dossiers d'offres publiques, notamment lorsqu'ils contiennent des accords connexes, se sont complexifiés. En même temps, les calendriers apparaissent souvent très serrés et les informations parviennent au compte-gouttes si bien que de nombreux experts indépendants pourraient être mis en difficultés.

En outre, il a été relevé qu'à l'occasion de certaines missions, des pressions auraient été exercées sur les experts pour que ceux-ci tiennent des délais très courts sans pour autant avoir eu accès à toute la documentation utile. Or ce n'est qu'après avoir reçu toute la documentation utile qu'un expert peu effectuer ses diligences, lesquelles nécessitent un minimum de temps pour effectuer un travail de qualité.

Sur ces bases, les membres du groupe de travail ont émis le souhait que les experts indépendants puissent mener leur mission dans les meilleures conditions possibles et sur la base de l'intégralité de l'information que ceux-ci jugent nécessaire pour effectuer leurs mission.

Un délai minimum de 20 jours de négociation à compter de la réception de la documentation nécessaire a semblé représenté un point d'équilibre satisfaisant pour l'ensemble des membres du groupe de travail, celui-ci permettant en pratique d'assurer un travail de qualité sans trop allonger le calendrier de l'offre. En l'absence de remise de la documentation nécessaire, l'expert devrait être autorisé à « suspendre » ses travaux (cf. notamment proposition 14).

Par ailleurs, il apparaît que lorsque l'expert intervient sur un dossier en vertu d'une mission initiale (par exemple en cas de surenchère sur la société visée, en cas de retrait obligatoire après une offre publique), il n'est pas

nécessaire de maintenir le délai minimum précité. Dans ce cas, l'expert devrait néanmoins justifier le délai effectivement utilisé au regard de la mission complémentaire acceptée.

Proposition 12 :

L'expert indépendant nommé par la société visée devrait disposer d'un minimum de 20 jours de négociation pour rendre son rapport ; ce délai s'entendrait à compter de la réception de l'ensemble des documents nécessaires à sa mission.

Dans l'hypothèse d'une nouvelle mission constituant le prolongement de la première, ce délai ne serait pas applicable. Dans ce cas, l'expert justifierait le délai effectivement utilisé au regard de la mission complémentaire menée.

Niveau réglementaire cible : règlement général sur l'expertise et instruction sur l'expertise.

Comme il est indiqué dans la recommandation AMF n°2006-15, l'expert indépendant devrait avoir accès à toutes les informations utiles à la réalisation de sa mission auprès de la société visée et, le cas échéant, auprès de l'initiateur. En outre, il devrait avoir accès aux travaux de la banque présentatrice, le cas échéant, au financement de l'opération et aux données nécessaires à l'appréciation des synergies (cf. point 1. de la recommandation AMF n°2006-15).

S'agissant des données prévisionnelles de la société visée devant faire l'objet d'une évaluation, les membres du groupe de travail ont considéré que l'expert devait obtenir les données les plus fiables possibles établies selon des procédures habituelles et, le cas échéant, les autres données qui auraient été établies à d'autres fins (cf. supra §2.5).

En outre, le groupe de travail a considéré que l'expert devrait pouvoir s'assurer auprès de l'initiateur, notamment lorsque celui-ci contrôle d'ores et déjà la société visée, que celui-ci n'a pas établi de données prévisionnelles concernant la société visée, ou dans le cas contraire y avoir accès. De même, en cas d'offre publique d'échange, l'expert devrait avoir accès aux données prévisionnelles de l'initiateur afin de procéder aussi à leur évaluation pour apprécier la parité d'échange.

Le groupe de travail a aussi considéré que la pratique des lettres d'affirmation par laquelle l'expert s'assure auprès de la société visée, de l'initiateur, et sous leur responsabilité, d'un certain nombre de points importants dans le cadre de sa mission, était une pratique utile. La question s'est posée de savoir si ces lettres d'affirmation devaient être publiées, le cas échéant en omettant les éléments qui relèveraient du secret des affaires.

Il est apparu qu'une telle publication pouvait avoir un effet contreproductif en aboutissant à un appauvrissement de leur contenu. C'est pourquoi le groupe de travail n'est pas allé jusqu'à préconiser la publication des lettres d'affirmation dans le rapport de l'expert indépendant. Il a néanmoins considéré que l'expert devrait clairement indiquer dans son rapport qu'il a obtenu tous les éléments qu'il estime nécessaire au bon déroulement de sa mission, y compris s'agissant des lettres d'affirmation.

Proposition 13 :

L'expert indépendant devrait indiquer dans son rapport s'il a eu accès à l'ensemble des informations qui lui sont utiles, tant auprès de la société cible que de l'initiateur, et ce quelle que soit la nature de l'offre. Il devrait indiquer dans son rapport s'il a reçu tous les documents nécessaires à l'accomplissement de sa mission, y compris (cf. aussi proposition 5) :

- la lettre d'affirmation de la société visée ;
- le cas échéant, les données prévisionnelles concernant la société visée établies par l'initiateur, dont il se serait préalablement assuré de l'existence, et la lettre d'affirmation de l'initiateur ;
- le cas échéant les données utiles relatives aux éventuelles synergies anticipées au résultat de l'opération.

Niveau réglementaire cible : instruction expertise indépendante.

Par ailleurs, si la durée de la mission de l'expert est comptée à partir du moment où il a obtenu les principaux documents nécessaires à celle-ci (cf. proposition 12), il n'en demeure pas moins qu'en pratique, soit une partie de ceux-ci parviennent au fur et à mesure, soit au cours de la mission d'autres documents ou informations apparaissent comme étant nécessaires. En outre, il ne peut être exclu qu'une mission s'avère bien plus complexe qu'initialement prévue ou qu'elle fasse apparaître des difficultés non prévisibles, ce qui rendrait le délai imparti trop court, ou nécessiterait d'autres documents ou informations qui pourraient aussi faire diverger la mission.

C'est pourquoi dans ces cas, en pratique rares, le groupe de travail a estimé que si l'expert ne se voit pas impartir un délai suffisant, ou qu'il ne parvient pas à obtenir les documents ou informations supplémentaires qu'il estime nécessaires au bon déroulement de sa mission, il pourrait émettre un « rapport en l'état », c'est-à-dire un rapport aussi complet que possible compte tenu de la mission, dans lequel il n'y aurait pas d'attestation d'équité.

Proposition 14 :

Lorsque l'expert estime ne pas avoir bénéficié d'un délai suffisant ou des documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission, celui-ci pourrait remettre un rapport en « l'état ». Dans ce cas, ce rapport ne pourra être qualifié d'attestation d'équité.

Niveau réglementaire cible : instruction sur l'expertise indépendante.

3.3 Préciser le contenu de la conclusion du rapport d'expertise indépendante

La conclusion du rapport d'expertise indépendante revêt une importance particulière, puisqu'elle est présentée sous la forme d'une attestation d'équité et qu'aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité (cf. article 262-1 I du règlement général).

L'instruction AMF sur l'expertise indépendante précise qu'il s'agit d'une attestation qui conclut sur le caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'offre ou de l'opération concernée (cf. article 2, 9° de l'instruction n°2006-08). En outre, la recommandation de l'AMF sur l'expertise indépendante indique que la conclusion du rapport de l'expert sur l'équité de l'offre s'appuie notamment sur les résultats de l'analyse des situations de conflits d'intérêts (cf. point 5 de la recommandation AMF n°2006-15).

Si la nécessité de préciser la conclusion d'une expertise indépendante au regard des textes précités a été soulignée, certains ont fait valoir que la réglementation actuelle et son application amenaient à émettre une conclusion indifférenciée sur l'équité des conditions financières d'une offre publique, quel que soit le cas d'occurrence d'une telle offre, ce qui peut prêter à confusion. Peut-on en effet parler d'une « même équité » dans des cas très variables comme, par exemple, une offre de prise de contrôle sans conflit d'intérêts, une offre obligatoire simplifiée avec des problématiques de conflits d'intérêts (par exemple en cas de transactions connexes), ou une offre de fermeture suivie d'un retrait obligatoire mise en œuvre par un initiateur sur sa filiale largement intégrée dans le groupe qu'il contrôle ?

Les situations sont très diverses : dans le premier cas, la « pleine valeur » de l'actif sera plutôt déterminée par le marché (seuil de caducité, offres concurrentes), dans le second cas c'est la négociation du bloc de contrôle qu'il s'agira d'étudier au regard des transactions connexes (problématique d'éventuels transferts de valeur), tandis que dans le dernier cas, l'expert devra s'assurer que la société visée a été évaluée à sa « pleine valeur » compte tenu du retrait obligatoire, et ce dans un environnement dans lequel cette société est totalement intégrée à un groupe.

Le groupe de travail n'a pas été jusqu'à recommander la mise en place de conclusions différenciées dans lesquelles, par exemple, la conclusion sur les conditions équitables des conditions financières d'une offre publique serait

réservée au cas de retrait obligatoire et où, dans les autres cas, il serait fait référence à des conditions financières qui préservent les droits des actionnaires minoritaires.

En revanche, le groupe de travail a tenu à réaffirmer que les conclusions de toute expertise indépendante devaient être rendues au regard du contexte particulier de l'offre publique et notamment des situations de conflits d'intérêts pour lesquelles l'expert a été nommé (d'où l'importance de la lettre de mission qui est remise à l'expert en début de mission), voire de situations que l'expert auraient découvertes (d'où l'importance des travaux de l'expert et de leur suivi par l'organe compétent de la société visée). Il s'agit bien de statuer sur l'équité des conditions financières au regard d'un contexte précis qui doit être décrit.

Proposition 15 :

Il serait souhaitable de contextualiser dans la conclusion des rapports d'expertise indépendante les raisons pour lesquelles les conditions financières de l'offre sont considérées comme équitables (d'où l'importance de définir précisément la mission dans le cadre de la lettre de mission - cf. proposition 5).

Niveau réglementaire cible : instruction et recommandation sur l'expertise indépendante.

3.4 Renforcer la revue des diligences effectuées par l'expert indépendant

L'activité d'expertise indépendante n'étant pas régulée, toute personne disposant d'une expérience - même toute relative - peut être nommé expert par une société visée par une offre publique en vue de rendre une attestation d'équité, ce qui peut conduire à différents standards de travaux.

Avant le rapport Naulot, les experts indépendants devaient être agréés par l'Autorité des marchés financiers, ce qui constituait un filtre. Le rapport Naulot a substitué à l'agrément *a priori* de l'expert indépendant par l'AMF un principe de transparence des diligences et de contrôle *a posteriori* des missions d'expertises indépendantes.

Le rapport prévoyait que l'expert indépendant devait disposer d'une charte d'éthique et mettre en place des procédures conformes ou similaires aux procédures de contrôle interne et que l'AMF pourrait agréer des organisations professionnelles d'experts indépendants qui se seraient dotées d'un code de déontologie, de critères transparents de sélection de leurs membres et de procédures afin de contrôler que les travaux de ses membres sont réalisés dans le respect des règles de déontologie et des standards professionnels imposés par l'organisation. Les experts indépendants membres d'une organisation professionnelle agréée par l'AMF étaient alors réputés disposer d'un contrôle interne.

Le rapport Naulot prévoyait également un encadrement de la mission de l'expert indépendant par l'organe social compétent de la société visée et l'AMF, dans le cadre notamment de l'instruction des dossiers d'offre.

Si l'AMF n'agrée donc plus aujourd'hui les experts indépendants, les rapports que ceux-ci remettent et les informations qu'ils contiennent sont encadrés par le règlement général et la recommandation AMF sur l'expertise indépendante.

À ce titre, l'article 231-20 III du règlement général permet à l'AMF de demander toutes justifications et garanties appropriées ainsi que toute information complémentaire nécessaire à son appréciation tant sur le projet d'offre que sur la documentation d'offre (en ce compris le rapport de l'expert indépendant) lors de l'examen du projet d'offre.

Ce dispositif qui a un caractère général, est par ailleurs complété par la recommandation AMF sur l'expertise indépendante qui prévoit que l'AMF peut demander à l'expert dans le cadre de l'examen de la conformité d'une offre publique, toute information utile afin d'apprécier les modalités d'établissement du rapport d'expertise, y compris la mise en œuvre du contrôle qualité et de ses résultats (cf. point 2.3 de la recommandation AMF n°2006-15 et cf. infra).

Certains membres du groupe de travail ont estimé que lorsque le rapport de l'expert indépendant fait apparaître des insuffisances significatives (absence de prise en compte de transactions connexes, hypothèses structurantes du plan d'affaires non « challengées », échantillons approximatifs, taux d'actualisation ou de croissance à l'infini non corroborés...), l'AMF devrait pouvoir demander à la société visée de désigner un nouvel expert, lequel devrait faire l'objet d'un agrément préalable par l'AMF.

Cette mesure ne viserait pas à substituer l'AMF à l'organe social compétent de la société visée et à revenir sur les acquis de la réforme Naulot. Elle serait un moyen d'obtenir un second regard sur les conditions financières de l'offre publique dans le cadre de l'examen de la conformité. En tout état de cause, l'AMF pourrait, sur la base du rapport initial insuffisant, ne pas prononcer la conformité du projet d'offre publique.

Proposition 16 :

Lorsque l'AMF constate que le rapport d'expertise indépendante contient des insuffisances significatives, elle pourrait demander à la société visée que cette dernière lui propose, pour agrément, le nom d'un nouvel expert qu'elle désignerait à ses frais. Il en irait notamment ainsi lorsque le rapport omet de statuer sur une situation de conflit d'intérêts ou lorsqu'il fait apparaître des incohérences, des lacunes dans la mise en œuvre de l'évaluation de la société visée.

Niveau réglementaire cible : règlement général et instruction sur l'expertise indépendante.

S'agissant du contrôle qualité du rapport de l'expert indépendant, le rapport Naulot avait retenu que la réalisation d'une expertise indépendante devait être accompagnée de la mise en place de procédures de contrôle interne sur la qualité des travaux effectués.

Dans ce cadre, il proposait notamment que les experts indépendants prennent l'initiative de mettre en place des procédures contradictoires d'examen de leurs travaux au sein des cabinets ou dans le cadre d'une association professionnelle. Les membres de ce groupe de travail souhaitaient que l'expert indépendant, tout en restant libre de ses conclusions, ne soit plus seul face à son rapport mais qu'il bénéficie de l'avis de personnes n'ayant pas participé aux travaux d'évaluation et ce, dans un strict respect des règles de confidentialité.

Ces propositions ont été traduites dans l'instruction AMF sur l'expertise indépendante, laquelle a prévu que l'expert devait préciser si son rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité et les modalités de mise en œuvre de ce contrôle (cf. article 2, 9° de l'instruction AMF n°2006-08).

Néanmoins, la pratique actuelle est timide au regard de ce qui était envisagé par le rapport Naulot. Si dans les faits, la plupart des rapports mentionnent qu'une telle revue qualité a été effectuée, il est relevé que celle-ci est actuellement réalisée en interne, le plus souvent par un autre associé du cabinet, sans autre précision.

Les membres du groupe de travail estiment que la revue qualité est un élément important dans la mesure où elle permet à l'expert d'avoir un regard critique sur ses travaux avant que ceux-ci ne soient présentés à l'organe social compétent de la société visée. S'il est compréhensible, notamment pour des raisons touchant au secret professionnel, que ces revues soient effectuées par un professionnel interne au cabinet d'expertise indépendante en charge de la mission, il n'en demeure pas moins que le processus de revue qualité devrait être plus transparent, s'agissant de la mission, du rôle et des diligences effectuées par le professionnel en charge de ladite revue.

Proposition 17 :

La personne en charge de la revue qualité au sein de l'entité juridique à laquelle appartient l'expert devrait décrire sa mission, son rôle et les diligences effectuées dans le cadre de sa revue. Ces éléments figureraient dans le rapport, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont elle bénéficie.

Niveau réglementaire cible : instruction sur l'expertise.

3.5 Evolution du rôle des associations d'experts indépendants

Les travaux du groupe de travail ont également porté sur la place des associations d'experts et leur rôle. Certains membres du groupe de travail ont indiqué que le fait de rendre l'adhésion à une association d'experts indépendants obligatoire permettrait d'assurer des standards minimums au niveau de la profession. Une partie de ceux-ci ont fait valoir que l'absence d'adhésion pourrait s'apparenter, en certains cas, à du *dumping* dans la mesure où les membres de ces associations s'astreindraient à des standards élevés qui ont un coût, ce qui ne serait pas nécessairement le cas de l'ensemble des experts non membres d'associations.

D'autres membres du groupe de travail étaient en revanche réticents à l'idée de faire de la profession d'expert indépendant une profession régulée dans la mesure où le marché de l'expertise en France est très étroit, la population des experts indépendants peu nombreuse (une trentaine) et l'expertise indépendante représente une partie marginale du chiffre d'affaires de la plupart des cabinets d'experts indépendants qui interviennent dans le cadre des offres. Par ailleurs, une adhésion obligatoire à une association d'experts indépendants pourrait avoir comme conséquence de créer un monopole de fait, ce qui est apparu non souhaitable.

Pour l'ensemble de ces raisons, la majorité des membres du groupe de travail a estimé qu'il n'était pas nécessaire, à ce stade, d'aller plus loin s'agissant du rôle des associations et notamment de ne pas rendre obligatoire l'adhésion à celles-ci.

3.6 Adapter la rémunération aux diligences effectuées

Le rapport Naulot de 2005 recommandait que le montant de la rémunération versée à l'expert indépendant soit rendu public afin d'accroître la transparence et de renforcer de l'indépendance de l'expert. Il préconisait également une rémunération au forfait, quelle que soit l'issue de l'opération afin d'assurer l'indépendance des travaux de l'expert.

Le droit actuel a largement mis en œuvre ces préconisations puisque l'instruction de l'AMF sur l'expertise indépendante prévoit que le rapport de l'expert comporte le montant de la rémunération perçue (cf. article 2, 5° de l'instruction AMF n°2006-08). La recommandation AMF sur l'expertise indépendante précise par ailleurs que la rémunération de l'expert est forfaitaire et n'est pas liée à l'issue de l'offre ou de l'opération. Celle-ci indique par ailleurs que la rémunération est déterminée en fonction de l'importance et de la complexité de la mission et qu'elle est à la charge exclusive de la société sur laquelle porte le rapport (cf. 2.2 de la recommandation AMF n°2006-15).

Les membres du groupe de travail ont relevé qu'en pratique la rigueur et l'exigence nécessaires à la conduite de ces travaux impliquent la mobilisation de temps et de moyens en adéquation avec le périmètre de la mission, ainsi que des interactions avec le management de la société visée. Une bonne pratique consiste à expliciter, dans le rapport, les diligences et interactions effectuées, accompagnées du temps consacré à ces différentes étapes. En cas de complément de prix, celui-ci doit également être décrit et justifié dans les mêmes conditions.

Les membres du groupe de travail ont également estimé que l'on peut s'interroger sur la réalité de ces standards de qualité lorsque la rémunération de mission paraît trop faible. À cet égard, on soulignera que dans son rapport annuel 2014 (cf. page 93) l'AMF avait écrit que l'on « *pouvait également légitimement s'interroger sur la*

compatibilité de ces standards de qualité [de l'expert] lorsque la rémunération de mission est inférieure à 50 000 euros HT (sauf cas particulier). »

Le groupe de travail a estimé que pour toute mission d'expertise indépendante relative à une offre publique, pour laquelle l'expert indépendant percevant une rémunération inférieure à 50 000 euros HT, celui-ci devrait justifier les raisons pour lesquelles il estime avoir pu remplir sa mission dans de bonnes conditions. En outre, tous les rapports d'expertise devraient mentionner le nombre d'heures qui a été nécessaire à l'accomplissement de la mission.

Proposition 18 :

Lorsque sa rémunération est inférieure à 50 000 € HT, l'expert indépendant devrait justifier dans son rapport des raisons pour lesquelles il a accepté la mission pour un montant d'honoraires inférieur à ce montant. Lorsque l'expert perçoit un complément de rémunération par rapport au montant prévu lors de l'acceptation de sa mission, celui-ci devrait être justifié dans les mêmes conditions (étant rappelé qu'aucun complément de prix ne peut être versé à raison du succès de l'opération sous-jacente).

Le rapport préciserait par ailleurs le nombre d'heures allouées à la mission, le cas échéant, en précisant le calendrier et les principales étapes, la composition et la qualification de l'équipe intervenue sur le dossier, ainsi que les diligences réalisées par chacun dans le cadre de la mission.

Niveau réglementaire cible: instruction sur l'expertise.

CONCLUSION

Le groupe de travail a formulé dans ce rapport 18 recommandations afin d'améliorer la protection des actionnaires minoritaires en cas de retrait obligatoire et le fonctionnement de l'expertise indépendante.

Ces 18 recommandations peuvent se résumer de la manière suivante :

✓ **Renforcer la protection des actionnaires minoritaires :**

1. En cas d'offre publique, un comité d'administrateurs *ad hoc* constitué majoritairement d'administrateurs indépendants devrait être chargé par l'organe social compétent de la société visée de choisir et superviser les travaux de l'expert indépendant.
En l'absence d'administrateurs indépendants ou lorsque leur nombre est insuffisant pour former un comité *ad hoc*, la société visée par l'offre publique devrait soumettre à l'AMF, pour agrément, l'expert indépendant qu'elle entend désigner au regard des moyens matériels et humains (notamment la composition et la qualification de l'équipe dédiée à la mission) dont il dispose et du programme de travail établi, lequel inclurait également le nombre d'heures et le montant des honoraires demandés.
2. En cas d'offre de fermeture, la remise par l'expert indépendant de son rapport signé au profit de l'organe social compétent de la société visée, et l'émission par ledit organe de son avis motivé sur l'offre, interviendrait au plus tôt 15 jours de négociation après le dépôt de la note d'information de l'initiateur, pour permettre à l'organe social compétent de la société visée de prendre connaissance des éventuelles observations écrites provenant des actionnaires minoritaires et de répondre aux principales d'entre elles.
3. Lors de l'annonce des caractéristiques de l'opération ou à la date de désignation de l'expert, si celle-ci est postérieure, le communiqué publié par la société visée devrait mentionner (i) un contact en son sein pour transmettre les éventuelles observations écrites, et (ii) le nom de l'expert indépendant mandater sur l'offre afin que les actionnaires puissent lui faire parvenir leurs observations écrites.
L'AMF mettrait également à la disposition des actionnaires une boîte dédiée pour les offres publiques dont le contenu serait en tant que de besoin porté à la connaissance des différentes parties prenantes.
4. Le rapport d'expertise devrait prévoir un chapitre sur les principaux arguments présentés par les actionnaires minoritaires que l'expert analyse et apprécie et sur lesquels il prend position (*cf.* proposition 5).
5. L'avis motivé de l'organe social compétent de la société visée (le cas échéant sur proposition du comité *ad hoc*) devrait être renforcé pour inclure :
 - le processus de nomination de l'expert et les raisons qui ont conduit l'organe d'administration à retenir ledit expert (les raisons qui ont justifié la nomination de l'expert : expérience, composition et qualification de l'équipe dédiée à la mission et moyens matériels...), ainsi que les fondements juridiques de la désignation de l'expert (lettre de mission) - *cf.* aussi proposition 11 ;
 - la liste des réunions tenues et des thèmes et problématiques traités ;
 - la mention que toutes les données prévisionnelles, concernant notamment le plan d'affaires, ont été transmises à l'expert indépendant et établies selon les procédures habituelles de la société visée (*cf.* aussi proposition 13), ainsi que le fait qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles (ou, dans le cas contraire qu'elles ont été communiquées à l'expert et le traitement qui leur a été réservé) ;

- l'explication des éventuelles différences entre le nouveau plan d'affaires transmis à l'expert indépendant et la communication financière antérieure de la société ; et
 - la prise en compte dans l'avis motivé des principales observations écrites présentées par les actionnaires minoritaires par une réponse circonstanciée, le cas échéant, en lien avec l'expert indépendant (cf. aussi proposition 4).
6. Dans le cadre d'une offre de fermeture l'initiateur devrait préciser, le cas échéant, la nouvelle stratégie, ses intentions, et les implications de cette évolution au regard de la valorisation de la société visée.
7. Lorsque le prix d'offre s'établit en deçà de l'actif net comptable (ANC), de la moyenne des cours de bourse (moyennes 60 jours, 120 jours, 180 jours et 250 jours de négociation) pondérée par les volumes, ou du prix extériorisé par toute opération significative intervenue sur le capital de la société visée lors des 18 mois précédant le fait générateur de l'offre), l'initiateur devrait expliquer les raisons pour lesquelles ces références ne sont pas retenues lorsqu'il envisage de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre publique. Ce sous réserve du paragraphe suivant.
Le règle du prix plancher en matière d'offre publique d'achat simplifiée, dans laquelle l'initiateur détient au moins 50% du capital et des droits de vote de la société visée (moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, pendant les 60 jours de négociation précédant l'annonce, ou à défaut, le dépôt de l'offre, prévue à l'article 233-3 du règlement général) devrait être étendue à toutes les offres de fermetures.
8. Dans l'hypothèse où un complément de prix serait envisagé du fait d'un aléa de valorisation lié à des circonstances spécifiques et pré-existantes à l'offre (actifs particuliers / litiges en cours / procédures en cours) et portant sur des actifs significatifs, sa durée devrait être limitée à 5 ans et l'initiateur devrait expliciter les moyens mis en œuvre pour garantir qu'il sera en mesure de régler le complément à l'échéance.
Il devrait également être prévu une mission complémentaire du complément de prix par l'expert indépendant dès la nomination de celui-ci.
9. Il conviendrait de supprimer le seuil légal de 95% du capital et des droits de vote et d'ajouter un seuil légal de 85% du capital et des droits de vote dans la réglementation applicable aux franchissements de seuils pour les émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé.
Il conviendrait également de substituer le seuil légal de 90% du capital et des droits de vote à celui actuel de 95% du capital et des droits de vote dans la réglementation applicable aux franchissements de seuils pour les émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un système multilatéral de négociation (*i.e.* Euronext Growth au cas d'espèce).
- ✓ **Mieux garantir l'indépendance et la transparence de l'expertise indépendante :**
10. La procédure de nomination de l'expert indépendant devrait être conduite par l'organe social compétent de la société visée au terme d'un processus qui permettrait à l'expert indépendant d'avoir une appréciation précise et complète de la mission proposée.
Ainsi, l'expert devrait se voir expliciter les contours précis de la mission envisagée, les situations de conflits d'intérêts et le fondement réglementaire de ladite mission (cf. aussi proposition 5).
Lorsque l'expert est désigné, il lui serait remis une lettre de mission contenant les éléments cités ci-dessus, laquelle serait annexée à son rapport.

11. Le rapport d'expertise devrait contenir une partie spécifique concernant la mission qui lui a été confiée par la société visée (lettre de mission). Chacun des éléments constitutifs de la mission devrait être énuméré (cf. aussi propositions 5 et 10).
12. L'expert indépendant nommé par la société visée devrait disposer d'un minimum de 20 jours de négociation pour rendre son rapport ; ce délai s'entendrait à compter de la réception de l'ensemble des documents nécessaires à sa mission.
Dans l'hypothèse d'une nouvelle mission constituant le prolongement de la première, ce délai ne serait pas applicable. Dans ce cas, l'expert justifierait le délai effectivement utilisé au regard de la mission complémentaire menée.
13. L'expert indépendant devrait indiquer dans son rapport s'il a eu accès à l'ensemble des informations qui lui sont utiles, tant auprès de la société cible que de l'initiateur, et ce quelle que soit la nature de l'offre. Il devrait indiquer dans son rapport s'il a reçu tous les documents nécessaires à l'accomplissement de sa mission, y compris (cf. aussi proposition 5) :
 - la lettre d'affirmation de la société visée ;
 - le cas échéant, les données prévisionnelles concernant la société visée établies par l'initiateur, dont il se serait préalablement assuré de l'existence, et la lettre d'affirmation de l'initiateur ;
 - le cas échéant les données utiles relatives aux éventuelles synergies anticipées au résultat de l'opération.
14. Lorsque l'expert estime ne pas avoir bénéficié d'un délai suffisant ou des documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission, celui-ci pourrait remettre un rapport en « l'état ». Dans cas, ce rapport ne pourra être qualifié d'attestation d'équité.
15. Il serait souhaitable de contextualiser dans la conclusion des rapports d'expertise indépendante les raisons pour lesquelles les conditions financières de l'offre sont considérées comme équitables (d'où l'importance de définir précisément la mission dans le cadre de la lettre de mission - cf. proposition 5).
16. Lorsque l'AMF constate que le rapport d'expertise indépendante contient des insuffisances significatives, elle pourrait demander à la société visée que cette dernière lui propose, pour agrément, le nom d'un nouvel expert qu'elle désignerait à ses frais. Il en irait ainsi lorsque le rapport omet de statuer sur une situation de conflit d'intérêts ou lorsqu'il fait apparaître des incohérences, des lacunes dans la mise en œuvre de l'évaluation de la société visée.
17. La personne en charge de la revue qualité au sein de l'entité juridique à laquelle appartient l'expert devrait décrire sa mission, son rôle et les diligences effectuées dans le cadre de sa revue. Ces éléments figureraient dans le rapport, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont elle bénéficie.
18. Lorsque sa rémunération est inférieure à 50 000 € HT, l'expert indépendant devrait justifier dans son rapport des raisons pour lesquelles il a accepté la mission pour un montant d'honoraires inférieur à ce montant. Lorsque l'expert perçoit un complément de rémunération par rapport au montant prévu lors de l'acceptation de sa mission, celui-ci devrait être justifié dans les mêmes conditions (étant rappelé qu'aucun complément de prix ne peut être versé à raison du succès de l'opération sous-jacente).
Le rapport préciserait par ailleurs le nombre d'heures passées sur le dossier dans le cadre de la mission, le cas échéant, en précisant le calendrier et les principales étapes, la qualification de l'équipe intervenue sur le dossier, ainsi que les diligences réalisées par chacun dans le cadre de la mission.

En proposant cet ensemble de mesures, le groupe de travail souhaite renforcer la protection des actionnaires minoritaires dans le cadre des offres publiques, un accent particulier étant mis sur le cas des offres de fermeture qui nécessitent une vigilance spécifique. Pour ce faire, il met notamment l'accent sur la transparence ainsi que sur le processus d'interaction entre les actionnaires minoritaires, l'organe social compétent de la société visée par l'offre et l'expert indépendant.

Le groupe de travail recommande de prendre aussi rapidement que possible les mesures ayant un caractère réglementaire, les propositions relevant de la loi relevant par nature d'un calendrier plus incertain.

Le groupe de travail recommande enfin qu'une vigilance particulière soit exercée par l'AMF afin d'assurer à l'ensemble du futur dispositif clarté et lisibilité dans l'intérêt de toutes les parties prenantes, notamment celui des actionnaires minoritaires. Les dispositions réglementaires, les instructions et les recommandations publiées antérieurement à ces nouvelles mesures devraient en conséquence être modifiées en tant que de besoin.

* *
*



Réf. : BD/FH

Le Président

Messieurs Thierry Philipponnat et Patrick Suet
Membres du collège de l'AMF

Paris, le - **6 MARS 2019**

Messieurs,

Le projet porté par le gouvernement sur l'abaissement du seuil de retrait obligatoire, dès lors qu'à l'issue d'une offre publique les actionnaires minoritaires ne détiennent pas plus de 10% du capital et des droits de vote, est l'occasion pour l'Autorité des marchés financiers de réfléchir aux moyens d'assurer une meilleure protection des actionnaires minoritaires.

En outre, dans la mesure où l'expertise indépendante, créée lors de l'introduction du retrait obligatoire dans la réglementation française, puis renforcée à la suite du rapport du groupe de travail présidé par M. Jean-Michel Naulot, dont les conclusions ont été reprises en 2005 notamment dans le règlement général de l'AMF, concourt à la protection des actionnaires minoritaires, il paraît opportun de s'interroger sur des axes d'amélioration de la réglementation et des pratiques à cet égard.

Dans ce contexte, le collège de l'Autorité a décidé la constitution d'un groupe de travail composé de personnalités qualifiées dans les domaines visés ; je vous remercie d'avoir accepté de présider ledit groupe.

Il s'agira d'examiner comment la réglementation applicable au retrait obligatoire pourrait être améliorée, tant en ce qui concerne les conditions financières auxquelles il devrait être réalisé que s'agissant des travaux menés par l'expert indépendant sous le contrôle des organes sociaux de la société concernée.

Ainsi, pourraient être notamment examinées les questions portant sur l'établissement d'un prix minimum en cas de retrait obligatoire, sur les conditions de contrôle du prix par l'Autorité, ainsi que sur les diligences devant être mises en œuvre par l'expert indépendant (conditions de nomination, budget, durée, interactions avec les parties prenantes dont les actionnaires minoritaires, rôle des organes sociaux, adhésion à une association professionnelle d'experts...).

Compte tenu des travaux parlementaires en cours relatifs au projet de loi « Pacte », le groupe de travail devra faire part de ses préconisations et proposer des évolutions de la réglementation et des pratiques professionnelles qui lui paraîtront nécessaires d'ici le début du mois de juin 2019, lesquelles seraient soumises ensuite à une consultation publique.

Si, dans le cadre des travaux menés, il apparaissait nécessaire, pour des questions de calendrier, notamment au regard du déroulement de la discussion parlementaire, ou d'efficacité de leur déroulement, de dissocier les conclusions à rendre sur les conditions financières du retrait obligatoire et de son appréciation par l'AMF, des questions à proprement parler relatives à l'expertise indépendante, un tel schéma pourrait être retenu.

En application du Règlement (UE) n° 2016/679 du 27 avril 2016 et de la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978, les personnes physiques disposent d'un droit d'accès, de rectification, d'effacement, d'opposition ou de limitation du traitement des données personnelles les concernant. Ce droit peut être exercé par courrier à l'adresse suivante : AMF - Délégué à la protection des données - 17 place de la Bourse, 75002 Paris ; et par mail : accessdopers@amf-france.org. Vous pouvez également introduire une réclamation au sujet du traitement de vos données auprès de la CNIL.

En outre, le groupe de travail pourra procéder aux auditions de toute personne susceptible d'apporter son éclairage sur les sujets qu'il devra traiter.

Enfin, la direction des émetteurs de l'Autorité assurera le secrétariat du groupe de travail en liaison avec la direction des affaires juridiques.

Avec mes remerciements.



Robert OPHELE

ANNEXE 2

Composition du groupe de travail

Nota : les organisations mentionnées ci-après sont celles dont les personnes visées ci-dessous étaient membres lors de la constitution du groupe de travail.

Membres du groupe de travail :

- Thierry Philipponnat (co-président du groupe de travail), membre du collège et président de la commission consultative « Organisation et fonctionnement du marché »
- Patrick Suet (co-président du groupe de travail), membre du collège et président de la commission consultative « Opérations et information financières des émetteurs »
- David Aknin, Weil, Gotshal & Manges (Paris) LLP
- Romain Attard, Oddo BHF
- Sonia Bonnet-Bernard, Ernst & Young et présidente de la SFEV
- Romain Burnand, Moneta Asset Management
- Jean-François Delcaire, HMG Finance
- Olivier Diaz, Gide Loyrette Nouel A.A.R.P.I.
- Emmanuel Hasbanian, Deutsche Bank
- Dominique Fièrè, Amiral Gestion
- Antoine Gaudemet, Professeur de droit
- Christophe Jalinot, BNP Paribas
- Didier Martin, Bredin Prat
- Colette Neuville, membre de la commission consultative « Opérations et information financières des émetteurs » et présidente de l'ADAM
- Maurice Nussenbaum, Sorgem Évaluation et président de l'APEI
- Olivier Péronnet, Finexsi
- Henri Philippe, Accuracy
- Agnès Piniot, Ledouble
- Pascal Quiry, Professeur de finance
- Catherine Radiguer, membre de la SFAF
- Frédéric Rosamond, Amundi
- Muriel de Szilbereky, présidente de l'ANSA
- Le Quang Tran Van, représentant de l'AFEP

Rapporteur du groupe de travail :

- Marc Antao, direction des émetteurs de l'AMF

Représentant de la Direction générale du Trésor :

- Mayeul Tallon, adjoint au chef du bureau Epargne et marché financier

Représentants de l'AMF :

- Benoît de Juvigny, secrétaire général de l'AMF
- Astrid Milsan, secrétaire générale adjointe de l'AMF
- Bertrand Durupt, direction des émetteurs de l'AMF
- Morgane Bourhislainé, direction de la régulation et des affaires internationales de l'AMF
- Olivier Boulon, direction des affaires juridiques de l'AMF
- Patricia Choquet, direction des affaires juridiques de l'AMF

ANNEXE 3

Personnes auditionnées par le groupe de travail
--

Nota : les organisations mentionnées ci-après sont celles dont les personnes auditionnées par le groupe de travail étaient membres au jour de leur audition.

- Grégoire Chertok, Rothschild & Co
- Elsa Fraysse, Rothschild & Co

- Franck Ceddaha, Degroof Petercam
- Philippe Personne, Degroof Petercam