

**Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante  
dans le cadre des offres publiques et des rapprochements  
d'entreprises cotées**

Groupe de travail  
présidé par  
Jean-Michel Naulot

**pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante  
dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées**

L'Autorité des marchés financiers lance une consultation de place sur les propositions du rapport du groupe de travail sur l'évaluation financière indépendante présentées par Jean-Michel Naulot, président du groupe et membre du collège de l'AMF.

Les personnes le désirant sont invitées à transmettre leurs commentaires à l'AMF **avant le 10 juin 2005** à l'adresse suivante : [contact@amf-france.org](mailto:contact@amf-france.org).

## SOMMAIRE

<b>INTRODUCTION</b>	page 4
<b>I. QUELQUES CONSTATS SUR L'EXPERTISE INDEPENDANTE ET L'EVALUATION FINANCIERE</b>	page 6
<b>II. LES PRINCIPES FONDAMENTAUX DE L'EXPERTISE INDEPENDANTE</b>	page 8
<b>2.1. Fixer le cadre d'intervention de l'expert</b>	page 8
a) Dans quelles circonstances l'expert indépendant doit-il intervenir ?	page 8
b) Qui nomme l'expert indépendant ?	page 8
c) Qui est l'expert indépendant ?	page 9
d) Quel est le contenu du rapport de l'expert indépendant ?	page 9
e) Comment l'expert doit-il travailler ?	page 9
<b>2.2. Responsabiliser le conseil d'administration de la société visée sur les diligences</b>	page 10
<b>2.3. Accroître la transparence sur les diligences mises en œuvre par le conseil d'administration et par l'expert</b>	page 10
<b>2.4. Garantir l'indépendance de l'expert par rapport à l'initiateur, à la société visée et aux banques conseil</b>	page 11
<b>2.5. Harmoniser les délais de nomination de l'expert indépendant</b>	page 12
<b>III. LE CHAMP DES INTERVENTIONS DE L'EXPERT INDEPENDANT</b>	page 13
<b>3.1. Les obligations du conseil d'administration</b>	page 13
<b>3.2. Les cas où l'expertise indépendante serait obligatoire</b>	page 14
a) L'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (OPR-RO) isolée ou en séquence	page 14
b) L'offre publique d'achat/d'échange simplifiée (OPAS/OPES) volontaire	page 14
c) L'offre publique de rachat (OPRA) et l'offre publique d'achat simplifiée sur ses propres titres	page 14
d) L'augmentation de capital réservée	page 15
e) La fusion-absorption	page 15
f) Les cas atypiques	page 17
<b>IV. LA DEONTOLOGIE ET LE CONTROLE DES TRAVAUX DE L'EXPERT INDEPENDANT</b>	page 17
<b>4.1. Le code de déontologie</b>	page 17
<b>4.2. La charte d'éthique</b>	page 18
<b>4.3. Les procédures de contrôle interne : les comités d'attestation d'équité</b>	page 18
a) Les prestataires de services d'investissement (PSI)	page 18
b) Les experts indépendants non PSI	page 18
<b>4.4. Le remplacement de l'agrément des experts indépendants par un contrôle a posteriori de l'AMF</b>	page 19
<b>4.5. Définition du contrôle a posteriori</b>	page 19

<b>V. LES METHODES D'EVALUATION</b>	page 20
<b>5.1. Les évolutions réglementaires susceptibles d'impacter les travaux d'évaluation</b>	page 20
a) Le cadre de la directive européenne concernant les offres publiques	page 20
b) L'entrée en vigueur des normes IAS/IFRS	page 21
<b>5.2. Les suggestions du groupe de travail au regard de ces évolutions</b>	page 21
a) Le maintien de l'analyse multicritères	page 21
b) L'élargissement de la notion de prix minimum	page 21
<b>5.3. Méthodes d'évaluation et références de valorisation : les recommandations du groupe de travail</b>	page 22
<b>CONCLUSION</b>	page 26
<b>ANNEXES</b>	
ANNEXE 1 : Composition du groupe de travail sur l'évaluation financière	page 30
ANNEXE 2 : Lettre de mission adressée par Monsieur Michel Prada, Président de l'AMF, à Monsieur Jean-Michel Naulot	page 31
ANNEXE 3 : Liste des personnes auditionnées et consultées par le groupe de travail	page 33
ANNEXE 4 : Analyse des conditions d'intervention des experts indépendants dans le cadre d'OPR-RO réalisées en 2003 et 2004	page 35
ANNEXE 5 : Etude comparative sur les méthodes d'évaluation utilisées par les banques conseils lors des offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire réalisées en 2003 et en 1994	page 38

## INTRODUCTION

Les recommandations formulées dans ce rapport s'inscrivent dans le prolongement d'une réflexion entamée de longue date par la COB et le CMF sur les travaux d'évaluation financière et le rôle des experts indépendants dans le cadre des opérations de rapprochement entre sociétés cotées.

La COB et le CMF, compte tenu de leurs missions respectives de protection de l'épargne et de réglementation des offres publiques, ont en effet toujours porté une attention particulière sur l'information et l'égalité de traitement entre les actionnaires. A ce titre, l'expert indépendant qui exprime un avis sur le caractère équitable du prix ou de la parité proposée aux actionnaires joue un rôle de plus en plus important.

En 1977, la COB avait publié des recommandations concernant l'information des actionnaires et la rémunération des apports en nature dans le cadre d'opérations de fusion, d'apport partiel d'actifs ou de scission. Ces recommandations posaient le principe de l'approche multicritères, principe qui a été depuis étendu à d'autres types d'opérations, et énonçaient un certain nombre de règles à respecter dans l'application de ces critères afin de permettre aux commissaires aux apports (depuis commissaires à la fusion) de prononcer un avis clair sur la rémunération proposée.

Après l'adoption en 1993 de la loi relative au retrait obligatoire, l'intervention de l'expert indépendant s'est développée. L'attestation d'équité est devenue un élément clé de l'information des actionnaires minoritaires. En 1995, la COB publiait un article dans sa revue mensuelle afin d'encadrer l'intervention de l'expert indépendant et la rédaction de l'attestation d'équité.

En 1996, le rapport de Monsieur Jean-François LEPETIT a traité de la protection des minoritaires dans le cadre des fusions et des garanties de cours. Il a abordé à cette occasion le rôle des commissaires à la fusion et la place de l'évaluation financière dans les fusions.

Par la suite, d'autres textes sont venus enrichir cette réflexion ou donner une assise réglementaire à l'intervention des experts indépendants. En 2002, la COB a notamment publié de nouvelles recommandations visant à étendre le champ de l'expertise indépendante, à définir les conditions d'indépendance de l'expert et à préciser l'analyse multicritères.

Ce cadre d'ores et déjà très précis avait néanmoins besoin d'être examiné à l'aune de plusieurs événements qui sont susceptibles d'impacter le travail des experts indépendants et l'évaluation financière et qui illustrent le fait que des progrès sont encore possibles dans ce domaine :

- de nombreux retraits de la cote ont été effectués depuis deux ans, parfois sur des sociétés introduites récemment et à des conditions de prix contestées ;
- les méthodes d'évaluation utilisées par les banques conseils et les experts ont beaucoup évolué, atteignant pour certaines un degré de sophistication élevé ;
- l'entrée en vigueur des normes IAS/IFRS va rendre comparable les comptes des entreprises européennes cotées sur un marché réglementé et systématiser les tests de dépréciation de valeur ;
- la directive européenne 2004/25 du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, dont la date limite de transposition est fixée au 20 mai 2006, va créer un nouveau cadre réglementaire ;
- un courant de critiques s'est récemment développé aux Etats-Unis au sujet des conditions dans lesquelles les "fairness opinions" sont établies. Ces critiques ont conduit des associations professionnelles à réfléchir sur les critères d'indépendance et de transparence des évaluateurs.

Compte tenu de ces éléments, le Collège de l'AMF a souhaité procéder à une analyse approfondie du sujet de l'évaluation financière et a décidé, à cet effet, la création d'un groupe de travail présidé par Monsieur Jean-Michel NAULOT.

La mission du groupe de travail consistait à clarifier la notion d'expertise indépendante et à la renforcer. Pour cela, le groupe devait s'attacher à définir des standards dans le déroulement de l'expertise indépendante, à analyser les cas dans lesquels l'expertise indépendante pourrait être rendue obligatoire, à réexaminer les modalités de contrôle de cette activité par l'AMF et à étudier l'évolution récente des méthodes d'évaluation.

Le groupe de travail, composé de personnalités représentant l'ensemble des parties qui interviennent dans l'évaluation financière, a adopté une méthode de travail fondée sur les principes suivants :

- la recherche du consensus : les solutions proposées ont toutes recueilli l'accord des membres du groupe de travail ;
- une approche large du sujet traité : le groupe de travail a essayé de traiter tous les problèmes auxquels se heurtent l'expertise indépendante et l'évaluation financière dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises ;
- une grande liberté dans la nature des propositions : certaines propositions ont un caractère de simple recommandation ; d'autres nécessiteront, si elles sont retenues, des textes réglementaires ;
- une prise en compte du nouveau cadre réglementaire : l'analyse a été conduite en intégrant les dispositions de la directive européenne sur les offres publiques ainsi que les conséquences du passage aux nouvelles normes comptables internationales ;
- un examen attentif de la situation à l'étranger : les mêmes questions se posant actuellement au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, les solutions proposées devraient, *a priori*, aller dans la même direction que celles qui sont actuellement à l'étude dans ces pays.

En partant de constats sur l'expertise indépendante et l'évaluation financière, en France et dans les pays anglo-saxons, le groupe de travail propose la définition et l'application de principes fondamentaux pour renforcer l'expertise indépendante dans les offres publiques. Le groupe de travail recommande que l'intervention de l'expert soit étendue à plusieurs opérations non couvertes par la réglementation actuelle. Il propose une modification de la procédure d'agrément. Enfin, il formule un certain nombre de recommandations en matière d'évaluation financière dans la mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation en tenant compte du nouveau cadre réglementaire européen et comptable.

Compte tenu de la place que l'expertise indépendante est appelée à jouer dans les prochaines années, le groupe de travail a estimé qu'il était urgent de mieux l'encadrer, à l'image de ce qui a été fait ces dernières années pour mieux encadrer la notion d'administrateur, notamment d'administrateur indépendant, en application des règles de bonne gouvernance. La protection des investisseurs, notamment des actionnaires minoritaires, en sortirait renforcée.

## I. QUELQUES CONSTATS SUR L'EXPERTISE INDEPENDANTE ET L'EVALUATION FINANCIERE

En préambule à ses travaux, le groupe de travail a souhaité dresser un certain nombre de constats afin de mieux cerner le contexte dans lequel sa réflexion s'inscrit et les domaines dans lesquels des progrès peuvent encore être accomplis :

1. L'expertise indépendante, dans le domaine couvert par le présent rapport, est une mission d'appréciation sur les conditions financières proposées dans le cadre d'une opération de rapprochement d'entreprises. Elle est confiée à un tiers indépendant des protagonistes de l'opération. Elle se conclut par une attestation d'équité. Cette expertise a pour but d'éclairer le conseil d'administration de la société visée et ses actionnaires et, en France, dans le cas d'une offre publique, le Collège de l'AMF qui en prononce la recevabilité sur le caractère équitable du prix proposé par la société initiatrice de l'offre. Le recours à la mission d'expertise indépendante est déjà systématique pour les retraits obligatoires depuis 1993. En outre, les sociétés cotées ont de leur propre initiative fait de plus en plus souvent appel à ce type de mission pour d'autres opérations au cours des dernières années.
2. Le régulateur français a, à plusieurs reprises, publié des textes sous forme de recommandations, d'instructions ou de réglementation pour mieux encadrer l'expertise indépendante. Toutefois, les conditions dans lesquelles les expertises indépendantes sont réalisées, ne sont strictement réglementées que dans les cas précis du retrait obligatoire et de la fusion.
3. Le régulateur français a toujours insisté dans le domaine des offres sur la place donnée à l'analyse multicritères et sur les éléments d'appréciation du prix qui sont nécessaires à l'examen de la recevabilité d'une offre (sous le contrôle de la Cour d'appel). Ce positionnement du régulateur français est différent de celui des régulateurs en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis où le contrôle des éléments de valorisation est effectué *a posteriori* et par le juge. Ainsi, dans le cadre des offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire (OPR-RO) présentées en 2003, il a été observé qu'en moyenne 4 méthodes d'évaluation étaient retenues. Sur l'ensemble de ces offres, 7 méthodes d'évaluation différentes ont été au total dénombrées.<sup>1</sup>
4. L'objet de l'expertise indépendante se limite cependant à une "appréciation" comme le prévoient les textes ou à un contrôle de second niveau, sans mise en œuvre d'une évaluation complète de la société concernée lors du retrait obligatoire (article 237-1 du règlement général de l'AMF).
5. Dans le cas des retraits obligatoires, la mission d'expertise indépendante est organisée par la société initiatrice et sa banque conseil et non par la société visée qu'elle est censée protéger.
6. Lorsque le conseil d'administration d'une société recourt à une expertise indépendante sur une base volontaire, l'attestation d'équité paraît actuellement davantage conçue comme un moyen de protection juridique contre une contestation éventuelle liée à l'existence d'un conflit d'intérêts ou une façon d'assurer le succès de l'offre que comme une procédure contradictoire au bénéfice des actionnaires minoritaires de la société visée.

---

<sup>1</sup> Cf. Annexe 5 "Etude comparative sur les méthodes d'évaluation utilisées par les banques conseils lors des offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire réalisées en 2003 et en 1994"

7. L'expertise indépendante n'est pas obligatoire dans plusieurs cas où il existe pourtant un conflit d'intérêts potentiel (par exemple dans le cas des offres publiques d'achat simplifiées).
8. Dans le monde anglo-saxon, l'expertise indépendante est également très développée. En Grande-Bretagne, le conseil d'administration de la société visée doit obligatoirement recourir à une expertise indépendante<sup>2</sup>. Ce sont surtout les banques d'affaires qui interviennent. Aux Etats-Unis, où l'expertise indépendante est encore peu réglementée, ce sont aussi bien les banques d'affaires que des cabinets spécialisés qui interviennent. Toutefois, les conditions dans lesquelles ces "fairness opinions" sont parfois délivrées font actuellement l'objet de critiques portant sur les modalités et la transparence des rémunérations, l'indépendance des évaluateurs, la multiplicité et la subjectivité des méthodes et des sources utilisées. La National Association of Securities Dealers (NASD) devrait prochainement faire des propositions pour établir de nouvelles règles et les soumettre à la SEC.
9. En France, contrairement aux Etats-Unis et à la Grande Bretagne, on constate que l'expertise indépendante est rarement confiée aux banques d'affaires mais plutôt à des cabinets spécialisés, sauf lors d'opérations très significatives. Cette situation s'explique notamment par le fait que dans le cadre des OPR-RO, c'est dans la majorité des cas la banque conseil qui, agissant au nom de la société initiatrice, propose la nomination de l'expert indépendant. Les cabinets qui interviennent ont des activités et des tailles très diverses (spécialistes en expertises indépendantes, sociétés faisant du conseil et de l'expertise, experts-comptables, etc.).
10. Le temps, les équipes mobilisées et la rémunération de l'expert indépendant sont assez variables. Dans le cadre des OPR-RO par exemple, qui ne représentent qu'une partie des missions d'expertise indépendante et ne portent, par définition, que sur des montants réduits (moins de 5% du capital des sociétés visées), une analyse menée par les services de l'AMF sur les années 2003 et 2004 permet en effet de constater une très grande hétérogénéité dans les tailles et les activités des cabinets intervenus en tant qu'expert indépendant<sup>3</sup>. En outre, les moyens en termes de budget, de temps et d'effectifs ne montrent pas une corrélation évidente avec la taille et la complexité de la mission. Il a été constaté que la durée de l'expertise, calculée selon la définition retenue dans l'étude, variait entre quelques jours et plusieurs mois, la moyenne étant de 52 jours. Les budgets prévisionnels communiqués par les experts à l'AMF variaient entre 6 000 et 150 000 euros, le budget moyen étant de 35 000 euros. Enfin, les équipes mobilisées se composaient de 1 à 5 personnes, la moyenne se situant à 2 personnes.
11. La transparence du processus de l'expertise indépendante (nomination de l'expert, mise en oeuvre des travaux) pourrait être améliorée.
12. Il est rare qu'il y ait un désaccord *in fine* entre les conclusions de l'expert et celles du conseil de l'initiateur. Dans certains cas, l'expert intervenant très en amont exerce une influence sur le travail de la banque conseil. Dans d'autres cas, intervenant quasiment à la veille du lancement de l'opération, il donne son aval dans l'urgence, sans qu'il y ait pour autant statistiquement davantage de désaccords entre l'expert et l'initiateur de l'offre.

---

<sup>2</sup> Cf. notamment les dispositions des rule 3, rule 16 et appendix 3 du City Code.

<sup>3</sup> Cf. Annexe 4 : Analyse des conditions d'intervention des experts indépendants dans le cadre d'OPR-RO réalisées en 2003 et 2004.



13. La délivrance de l'agrément par l'AMF repose à l'heure actuelle sur l'examen d'un dossier remis par l'expert préalablement à son intervention mais sans contrôle ultérieur, sur pièces ou sur place, de la qualité des travaux effectués.
14. La compétitivité de la place de Paris et les besoins de restructuration de l'économie exigent que, tout en protégeant les investisseurs, notamment les actionnaires minoritaires, la réglementation ne soit pas inutilement stricte, ni trop étendue de façon à continuer à assurer la bonne fluidité des opérations.

## II. LES PRINCIPES FONDAMENTAUX DE L'EXPERTISE INDEPENDANTE

A partir des constats énumérés ci-dessus, le groupe de travail s'est donné pour première mission de définir un socle de principes fondamentaux, communs à toutes les opérations pour lesquelles un expert indépendant est nommé, que le recours à l'expertise ait été ou non rendu obligatoire par l'AMF.

Ces principes s'appliqueraient aux différentes étapes de la mission de l'expert mais aussi à ses travaux et à son rapport. Le groupe de travail a également jugé nécessaire de rappeler les responsabilités du conseil d'administration de la société visée et de renforcer son rôle.

### 2.1. Fixer le cadre d'intervention de l'expert

#### a) Dans quelles circonstances l'expert indépendant doit-il intervenir ?

Le groupe de travail estime qu'un expert indépendant doit être nommé dès lors qu'un conflit d'intérêts potentiel existe au sein des instances décisionnelles de la société concernée par une offre ou une opération financière.

#### b) Qui nomme l'expert indépendant ?

Le conseil d'administration<sup>4</sup> de la société visée devrait nommer l'expert indépendant afin :

- de soutenir le processus de décision sur l'avis motivé qu'il doit transmettre au marché dans le cadre de l'opération,
- d'éclairer le jugement de l'actionnaire minoritaire,
- et de fournir un premier niveau d'appréciation avant que l'AMF n'exerce son contrôle dans les opérations pour lesquelles elle examine la recevabilité du projet d'offre.

Le conseil d'administration de la société initiatrice peut également nommer un expert indépendant afin d'informer ses actionnaires minoritaires dans le cadre d'une opération lorsqu'il estime qu'il peut exister un conflit d'intérêts au sein de ses propres instances décisionnelles. Les mêmes principes que ceux définis pour la réalisation de l'expertise indépendante de la société visée s'appliqueraient dans ce cas.

---

<sup>4</sup> Les présents principes ont été écrits par référence aux sociétés anonymes à conseil d'administration, qui restent la forme la plus fréquemment utilisée par les sociétés cotées en France. Il convient que les sociétés anonymes à conseil de surveillance et directoire, ainsi que les sociétés en commandite par actions, les transposent de manière adéquate.

c) Qui est l'expert indépendant ?

L'expert indépendant devrait au minimum suivre les principes suivants :

- respecter une charte d'éthique ;
- signer une déclaration d'indépendance ;
- avoir eu une expérience professionnelle reconnue des marchés financiers et de l'évaluation ;
- avoir les moyens de remplir sa mission (équipe dédiée, accès à des bases de données, etc...) ;
- disposer du temps nécessaire à la réalisation de la mission ;
- être soumis à un comité d'attestation d'équité (cf. définition ci-après au IV paragraphe 4.3) ;
- être rémunéré de manière forfaitaire, en fonction de l'importance et de la complexité de l'opération ;
- avoir souscrit une assurance contre les risques éventuels encourus dans le cadre de l'expertise.

d) Quel est le contenu du rapport de l'expert indépendant ?

L'intervention de l'expert devrait servir de support à la prise de décision dûment motivée du conseil d'administration de la société visée sur le prix de l'offre et éclairer le choix des actionnaires minoritaires.

L'expertise indépendante devrait par conséquent inclure un travail d'évaluation de la société visée. Le rapport de l'expert indépendant devrait ainsi comporter au moins cinq parties :

- l'exposé du contexte de l'opération ;
- l'évaluation de la société visée ou des actifs concernés, incluant l'ensemble des éléments méthodologiques précisés dans la partie V du présent rapport ;
- l'analyse critique du travail effectué par le conseil de l'initiateur ;
- la description des diligences effectuées ;
- l'attestation d'équité ou la recommandation faite au conseil d'administration de la société visée en cas de désaccord.

e) Comment l'expert doit-il travailler ?

Afin de réaliser au mieux sa mission, l'expert devrait suivre la démarche suivante :

- discussion des comptes et du plan d'affaires avec les équipes de management de la société visée ;
- discussion avec les banques conseils de l'opération et analyse critique des hypothèses présentées ;
- rédaction du rapport en soulignant les points éventuels de divergence avec l'initiateur et ses banques conseil ;
- présentation du rapport au conseil d'administration de la société visée ;
- publication du rapport en appui de l'avis motivé du conseil d'administration de la société visée au sein d'une note d'opération, éventuellement unique avec, dans ce cas, une place significative voire équivalente à celle de l'évaluation réalisée par le conseil de l'initiateur. Le rapport rendu public pourrait néanmoins, pour une raison de confidentialité, présenter certaines différences avec le rapport soumis au conseil d'administration.

## **2.2. Responsabiliser le conseil d'administration de la société visée sur les diligences**

Le groupe de travail considère que les responsabilités du conseil d'administration de la société visée pour assurer le bon fonctionnement d'une expertise indépendante sont très élevées.

Le conseil doit en effet :

- protéger les intérêts de tous les actionnaires ;
- désigner, le cas échéant, un comité d'administrateurs indépendants qui pourrait assurer la supervision de la mission de l'expert ;
- choisir l'expert dont la compétence, les moyens et la réputation professionnelle paraissent appropriés à la mission ;
- effectuer cette désignation le plus en amont possible ;
- définir la mission de l'expert ;
- mettre en œuvre les diligences nécessaires en soutien à la mission d'expertise, sous la responsabilité, le cas échéant, d'un comité ad hoc d'administrateurs indépendants lorsqu'il y en a. Ces diligences, qui doivent être naturellement adaptées à la taille et à la complexité de l'opération, comprennent notamment les étapes suivantes :
  - valider, selon les procédures habituelles, le plan d'affaires de l'entreprise puis le remettre à l'expert ;
  - définir en liaison avec l'expert le temps nécessaire à l'étude du dossier ;
  - fixer avec l'expert la rémunération, celle-ci devant être en rapport avec la complexité de l'évaluation, les moyens mis à disposition, la compétence et la réputation de l'expert ;
  - veiller au bon déroulement de la mission d'expertise et des diligences que l'expert doit mettre en œuvre ;
  - s'assurer que la qualité des informations données par le management et le comité d'audit est satisfaisante ;
  - prendre connaissance du rapport de l'expert et en débattre au sein du conseil d'administration en présence de l'expert avant détermination de l'avis sur l'offre ;
  - une fois que l'avis sur l'offre est rendu public, répondre aux questions des actionnaires minoritaires en présence de l'expert indépendant si des compléments d'information étaient souhaités par ceux-ci.

Le conseil d'administration doit enfin veiller au strict respect de la confidentialité de l'opération.

## **2.3. Accroître la transparence sur les diligences mises en œuvre par le conseil d'administration et par l'expert**

Afin d'améliorer la transparence sur le rôle du conseil d'administration et les travaux de l'expert, le groupe de travail estime que certaines informations devraient être rendues publiques.

Concernant le conseil d'administration de la société visée, les informations suivantes devraient figurer dans la note d'opération :

- les diligences mises en œuvre par celui-ci dans le cadre de l'opération ;
- l'explication du choix de l'expert, notamment sur les critères de compétence, d'indépendance et d'adéquation des moyens de la mission à l'objectif poursuivi ;

- le montant de la rémunération versée à l'expert.

Concernant l'expert et sa mission, les informations suivantes, en matière de diligences, devraient figurer dans le rapport et dans la note d'opération :

- la présentation de l'expert (description de la structure à laquelle il appartient, de ses dernières interventions et des moyens dont il a disposé) ;
- le calendrier de l'étude et les méthodes d'analyse mises en oeuvre (incluant plus précisément le programme de travail précis ainsi que les diligences détaillées effectuées lors de la mission) ;
- les effectifs associés à l'étude (en précisant l'expérience et la compétence des différents intervenants) ;
- la mise en place d'un comité d'attestation d'équité ;
- la rémunération prévue par le mandat ;
- l'indication de la démarche suivie et des sources d'information utilisées ;
- la déclaration d'indépendance ;
- l'existence d'une charte d'éthique et éventuellement l'adhésion à une association disposant d'un code de déontologie.

#### **2.4. Garantir l'indépendance de l'expert par rapport à l'initiateur, à la société visée et aux banques conseil**

Il importe d'avoir des experts compétents, qui disposent de moyens en adéquation avec la mission qui leur est confiée, qui engagent par leur signature leur réputation et qui sont protégés par une assurance contre les recours juridiques éventuels.

Le conseil d'administration doit s'assurer que les principes généraux suivants sont respectés :

- l'expert doit être indépendant par rapport à la société initiatrice et à ses banques conseils ;
- l'expert ne doit avoir aucun intérêt significatif dans le succès de l'opération ;
- les conditions doivent être réunies pour permettre à l'expert de donner un avis objectif et impartial sur l'opération.

L'expert devrait publier une déclaration d'indépendance stricte vis-à-vis de la société initiatrice, de la société visée et de leurs conseils. Cette indépendance doit être appréciée en fait et en apparence. Pour qu'un expert soit indépendant en fait, il faut qu'il soit en mesure d'exercer un jugement impartial, objectivement et subjectivement, sur toutes les questions que peut soulever sa mission. L'apparence d'indépendance fait référence au jugement que porterait un investisseur raisonnable et normalement informé sur la capacité de l'expert à exercer un jugement objectif et impartial sur toutes les questions que peut soulever la mission.

Empêcheraient notamment la signature d'une déclaration d'indépendance :

- (i) l'existence de lien(s) juridique(s) ou capitalistique(s) susceptible(s) de créer une dépendance ou tout autre élément de conflit d'intérêts potentiel avec la société initiatrice (y compris ses filiales) et/ou avec son conseil ou avec la société visée et/ou son conseil. Si un tel lien existait tout en n'étant pas susceptible de créer une dépendance, l'expert devrait en faire état dans la déclaration d'indépendance

et démontrer le caractère non significatif de ce lien ou l'existence d'une organisation appropriée, du type "muraille de chine", assurant l'indépendance de l'expert dans la conduite de sa mission ;

(ii) l'existence d'un intérêt pécuniaire, autre que le mandat publié, dans la réalisation de l'opération projetée;

(iii) l'existence d'une mission de conseil avec la société initiatrice, y compris ses filiales, au cours des deux années précédant l'offre sauf si cette mission de conseil n'est pas de nature à créer de dépendance. Dans ce dernier cas, elle devrait clairement être mentionnée dans la déclaration d'indépendance.

Le fait qu'une institution financière, qui a réalisé plusieurs missions de conseil pour la société visée, soit nommée en tant qu'expert de la société visée ne devrait pas être prohibé - sauf lorsque la société initiatrice et la société visée appartiennent à un groupe intégré - et sous réserve que les principes généraux énoncés ci-dessus sont respectés ;

(iv) l'existence d'une créance ou d'une dette entre la société initiatrice, y compris ses filiales, et l'expert de nature à créer une subordination économique. S'il existe une dette ne créant pas de subordination économique, l'expert indépendant devrait tout de même en faire état dans la déclaration d'indépendance et démontrer l'existence d'une organisation appropriée, du type "muraille de chine", assurant l'indépendance de l'expert dans la conduite de sa mission.

Les commissaires aux comptes de l'initiateur ou d'une entreprise liée, de la société visée ou d'une entreprise liée, ou d'un des conseillers rémunérés dans le cadre de l'opération ne pourraient pas être désignés comme auteurs d'attestation d'équité.

Dans un souci d'indépendance, la rémunération fixée de manière forfaitaire serait due quelle que soit l'issue de l'opération financière.

La publicité de la rémunération, recommandée au paragraphe 2.3, serait également un facteur de renforcement de l'indépendance.

Enfin, le cumul des opérations avec une même société ou une même banque ne devrait pas conduire à créer une relation de dépendance.

## **2.5. Harmoniser les délais de nomination de l'expert indépendant**

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.

Dans l'ensemble des cas évoqués ci-dessus, le rapport de l'expert indépendant devrait être rendu public dès le dépôt de l'offre. Deux exceptions seraient toutefois prévues :

- le cas où l'offre serait initiée par un nouvel actionnaire ;
- le cas où le conseil d'administration jugerait nécessaire, en raison de circonstances exceptionnelles, de différer la nomination de l'expert indépendant.

Dans ces deux cas, la publication de l'expertise pourrait être décalée jusqu'à un maximum de 20 jours après le dépôt de l'offre ce qui décalerait d'autant la recevabilité par le Collège de l'AMF.

### III. LE CHAMP DES INTERVENTIONS DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le groupe de travail considère que les modalités d'application de l'expertise indépendante doivent répondre, selon les types d'opération, à trois préoccupations :

- ① inciter le conseil d'administration de la société visée à s'appuyer sur une expertise indépendante lorsqu'il a un quelconque doute sur l'existence d'un conflit d'intérêts lors d'une opération de rapprochement ;
- ② étendre le champ de l'expertise obligatoire aux offres dans lesquelles le conflit d'intérêts est latent ;
- ③ éviter que dans un certain nombre de cas l'expertise indépendante soit un exercice formel :
  - *offres en séquence* : l'expertise devrait être faite le plus en amont possible ;
  - *fusions* : la transposition de la directive européenne sur les offres publiques devrait permettre d'encourager l'opération de marché en cas de fusion.

#### 3.1. Les obligations du conseil d'administration

Le rapprochement entre deux sociétés est un acte majeur et doit, dans le respect des principes de bonne gouvernance, reposer sur un avis dûment motivé du conseil d'administration. L'avis donné par le conseil d'administration de la société visée est un acte essentiel qui engage les administrateurs, gardiens des intérêts de l'ensemble des actionnaires.

Pour prendre sa décision, le conseil d'administration doit impérativement s'entourer d'avis d'experts et de conseils qui, bien évidemment, ne le soustraient à aucune de ses obligations légales ou morales. L'objectif pour le conseil doit être d'apprécier le prix de l'offre qui est un élément essentiel, même s'il n'est pas le seul, dans l'avis qu'il doit donner aux actionnaires.

Le groupe de travail estime que le conseil d'administration devrait recourir à une expertise indépendante préalablement à sa prise de décision officielle dès qu'il a un doute sur l'existence d'un éventuel conflit d'intérêts ou le sentiment de la nécessité d'un éclairage sur l'offre ou l'opération concernée, ses conditions ou son impact, notamment pour les actionnaires minoritaires.

Le groupe de travail considère également que l'appellation "attestation d'équité" devrait être réservée aux attestations délivrées conformément aux normes de l'AMF énoncées ci-dessus. Le conseil d'administration ne pourrait ainsi faire état d'une "attestation d'équité" que si l'expertise indépendante a été réalisée conformément aux normes de l'AMF. Dans ce cas, le texte de l'attestation serait donc publié ainsi que la rémunération prévue par le mandat.

Naturellement, toute forme d'opinion qui ne répondrait pas aux normes de l'AMF pourrait être publiée sans bénéficier de l'appellation "attestation d'équité".

Ainsi, il serait mis fin à la dichotomie entre expertise indépendante et attestation d'équité, sauf dans le cas de l'attestation d'équité délivrée par les commissaires à la fusion à la demande du tribunal de commerce.

### 3.2. Les cas où l'expertise indépendante serait obligatoire

Le groupe de travail recommande que l'expertise indépendante soit obligatoire dans les cinq cas suivants où il existe un conflit d'intérêts potentiel ainsi que dans quelques opérations atypiques :

#### a) L'OPR-RO isolée ou en séquence

Le RO qui est une opération d'expropriation des actionnaires minoritaires donnerait lieu, comme cela est déjà le cas aujourd'hui, à une expertise indépendante avec toutefois deux modifications :

- l'expertise indépendante ne consistera plus en une "appréciation" mais en un travail complet intégrant une évaluation conformément aux standards définis dans ce rapport ;
- dans le cas d'une OPR-RO en séquence et annoncée comme telle, l'expertise indépendante aurait lieu dès l'offre initiale, l'expert vérifiant seulement lors de l'OPR-RO que les paramètres sont inchangés.

En contrepartie de cette réglementation plus protectrice de l'intérêt des actionnaires minoritaires, le groupe de travail recommande que le seuil de l'OPR-RO soit abaissé de 95 % à 90 % comme l'autorise la directive européenne sur les offres et comme cela est déjà pratiqué en Grande-Bretagne. Cet assouplissement faciliterait les opérations de restructuration de l'économie, rendues parfois difficiles par la présence d'un fonds qui souhaite bloquer l'opération. Cela éviterait également que l'actionnaire ne se laisse enfermer progressivement dans une situation d'absence de liquidité qui lui est préjudiciable. Enfin, cela serait une incitation à choisir la voie de l'offre de marché avant de réaliser un projet de fusion entre sociétés cotées (Cf. paragraphe 3.2.e) ii) ci-après). Toutefois, cette réflexion sur l'abaissement du seuil permettant la mise en oeuvre d'une OPR-RO devra intégrer les spécificités liées à la cotation sur la place de Paris (cohérence globale avec la possibilité de flottants réduits liée aux introductions en bourse, avec la mise en oeuvre de programmes de rachat, etc...)."

#### b) L'OPAS<sup>5</sup>/OPES<sup>6</sup> volontaire

Lorsque l'offre est lancée par un actionnaire qui contrôle déjà la société (offre volontaire), le groupe de travail considère que le conflit d'intérêt est latent et justifie l'expertise indépendante systématique.

#### c) Dans certains cas l'OPRA<sup>7</sup> et l'OPAS d'une société sur ses propres titres

Dans l'hypothèse où une société lance une OPRA ou une OPAS sur ses propres titres, il peut exister un conflit d'intérêts lorsque l'actionnaire de contrôle – ou l'un d'entre eux en cas de concert – n'apporte pas ses titres à l'offre. Il est alors nécessaire qu'il y ait une expertise indépendante. A titre exceptionnel, celle-ci ne consisterait pas en une évaluation mais en un avis indépendant sur les conditions de l'offre tant pour l'actionnaire qui viendrait à l'offre que pour celui qui ne suivrait pas l'offre.

---

<sup>5</sup> Offre publique d'achat simplifiée.

<sup>6</sup> Offre publique d'échange simplifiée.

<sup>7</sup> Offre publique de rachat.

d) Dans certains cas l'augmentation de capital réservée suivant ses modalités

Les augmentations de capital réservées réalisées avec une décote par rapport au cours de bourse et permettant à un actionnaire ou à un groupe d'actionnaires agissant de concert d'obtenir une position significative dans la société donneraient lieu à une expertise indépendante.

e) La fusion-absorption

Deux voies complémentaires ont été explorées pour améliorer l'évaluation financière dans le cadre de la fusion :

*(i) Le recours à l'expertise indépendante*

Le groupe de travail considère que toute fusion entre deux sociétés cotées – hormis celle qui suivrait une offre volontaire sur une société non contrôlée (cas Sanofi/Aventis) – devrait donner lieu à une évaluation indépendante.

En effet, dans la mesure où il existe des minoritaires au niveau de la société contrôlée et, par parallélisme des formes avec les autres opérations de rapprochement, il est important que le conseil d'administration puisse prendre sa décision motivée au vu d'une évaluation indépendante.

Rappelons que dans le cadre d'opérations de fusion, des commissaires à la fusion sont désignés par le Président du Tribunal de commerce afin de remplir deux missions :

- une mission d'appréciation de la valeur des apports en nature (art. L.225-147 du Code de commerce) ;
- une mission d'appréciation de la parité d'échange (art. L.236-10 du Code de commerce) ;

sachant que l'attestation d'équité délivrée par les commissaires à la fusion est émise en faveur des deux conseils d'administration, celui de la société qui contrôle comme celui de la société contrôlée.

Le groupe de travail estime que dans le cadre de leur mission d'appréciation de la parité d'échange, les commissaires à la fusion devraient appliquer les recommandations du présent rapport, notamment procéder à une évaluation des entreprises concernées, dans le respect des contraintes liées à la spécificité de leur mission. Lorsque la fusion suit une offre, le ou les commissaires à la fusion devraient être nommés dès l'offre initiale.

Dans la mesure où l'organisation de leur mission, la nature des diligences et le contenu de leur opinion respecteraient l'ensemble des principes fixés dans le présent rapport, leur mission aurait valeur d'expertise indépendante. Une réflexion devrait être entamée parallèlement afin d'élargir la nomination des commissaires à la fusion.

*(ii) Le choix de l'offre de marché*

Certains régulateurs vont plus loin en mettant en place des dispositifs qui permettent aux minoritaires de donner leur aval au projet de fusion :

- aux Etats-Unis, les dispositions sont très variées d'une entreprise à l'autre et parfois d'un Etat à l'autre. Le comité d'administrateurs indépendants de la société cible requiert le plus souvent que



le vote favorable de la majorité des actionnaires minoritaires soit une condition suspensive de la réalisation de la fusion et certains Etats prévoient que l'actionnaire majoritaire ne peut pas prendre part au vote lors de l'assemblée générale de la cible ;

- en Grande-Bretagne, tout actionnaire partie à l'opération et détenant au moins 10% des droits de vote de la société absorbée ne peut prendre part au vote de l'assemblée générale de celle-ci. Lors de l'assemblée, la fusion doit être approuvée par plus de 50% des suffrages exprimés. Toute fusion est en outre précédée d'une offre avec un seuil fixé dans la plupart des cas à 90 %. L'offre peut être suivie d'une procédure de retrait obligatoire si la condition de seuil est atteinte. Cette offre est en numéraire si l'initiateur a acquis des titres au cours de l'année qui précède.

En France, la fusion doit être approuvée en assemblée générale par les deux tiers des suffrages exprimés mais l'actionnaire majoritaire participe au vote.

De plus, la fusion ne donne pas nécessairement lieu à une offre puisqu'elle peut bénéficier d'une dérogation conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF (article 234-8 3° du règlement général pour les offres obligatoires et article 236-6 2° pour les offres publiques de retrait).

Afin de mieux prendre en compte les intérêts des minoritaires, le rapport de Monsieur Jean-François LEPETIT énonçait déjà en 1996 : *"les actionnaires contrôlant une société absorbée qui proposent une sortie préalable aux actionnaires minoritaires prennent une bonne initiative"*.

En réalité, le recours à la fusion, sans passer par l'offre publique, est souvent motivé par le souhait de ne pas faire d'offre en espèces lors du retrait obligatoire, alors que la fusion se caractérise par un échange de titres.

Or, le groupe de travail considère que la transposition de la directive européenne sur les offres publiques pourrait dans l'avenir inciter les sociétés qui proposent une fusion à recourir plus souvent à l'offre publique.

En effet, cette directive prévoit que les Etats membres doivent inscrire dans leur réglementation boursière la possibilité de réaliser un retrait obligatoire en titres lors d'une opération en séquence : *"Les États membres veillent à ce qu'un juste prix soit garanti. Ce prix doit prendre la même forme que la contrepartie de l'offre ou consister en une valeur en espèces. Les États membres peuvent prévoir que des espèces doivent être proposées au moins à titre d'option."* (art 15.5).

Sur ce dernier point, il est naturellement souhaitable que la transposition de la directive ne prévoient pas d'obligation d'option en espèces lors d'un retrait obligatoire en séquence.

L'initiateur d'une opération de rapprochement aurait ainsi la faculté de payer le retrait obligatoire au choix, en numéraire, en titres ou de manière mixte. Il ne devrait donc plus craindre l'offre publique et solliciter de ce fait moins fréquemment la dérogation.

L'initiateur serait d'autant plus encouragé à passer par l'opération de marché pour réaliser son projet de fusion que le seuil de l'OPR-RO aurait été parallèlement abaissé à 90% (Cf. §3.2.a).

Ainsi, conformément aux principes de bonne gouvernance, le groupe de travail souhaite qu'avec la transposition de la directive l'opération de marché apparaisse de plus en plus comme une voie alternative pour réaliser un projet de fusion entre sociétés cotées.

Deux observations complémentaires ont été faites :

- les frais engendrés pour le porteur par l'OPR-RO en titres ou mixte doivent être identiques à ceux de l'OPR-RO en espèces ;
- la liquidité des titres proposés devrait être suffisante.

f) Les cas atypiques

Aux cinq cas précédents, il est nécessaire d'ajouter que certaines opérations qui de par leur nature n'entraînent pas nécessairement un recours à une expertise indépendante, peuvent néanmoins l'exiger du fait de caractéristiques particulières.

Ceci pourrait être le cas dans l'hypothèse d'une garantie de cours réalisée dans des conditions atypiques (offre à un cours inférieur à la moyenne pondérée des cours des deux mois précédents, par exemple) afin de permettre d'éclairer les actionnaires sur le choix qu'ils devront effectuer : conserver ou apporter leurs titres au détriment de la liquidité.

L'expertise pourrait également être requise s'il existait des opérations connexes à l'offre pouvant avoir un impact significatif sur le prix et par conséquent susceptibles de porter atteinte au respect de l'égalité de traitement des actionnaires. Ainsi, il conviendra d'être particulièrement vigilant lorsque le management obtient des avantages significatifs dans le cadre de l'offre.

L'expertise pourrait enfin être requise si l'acquisition était rémunérée par des titres de créance complexes (ORA, OC, bons de souscription, etc...).

## **IV. LA DEONTOLOGIE ET LE CONTROLE DES TRAVAUX DE L'EXPERT INDEPENDANT**

### **4.1. Le code de déontologie**

Les organisations de professionnels dont l'expérience est reconnue dans le domaine de l'évaluation (SFAF, SFEV, etc...) élaboreraient un code de déontologie définissant les principes que les experts indépendants doivent s'imposer dans leur mission et les moyens dont ils doivent disposer pour les respecter.

Ces codes devraient comporter *a minima* des principes fondamentaux de comportement (intégrité, compétence, indépendance, conflits d'intérêts, confraternité, discrétion, etc.) et d'organisation (acceptation d'une mission, conduite de la mission, moyens humains et matériels disponibles, recours à des experts et des bases de données extérieurs, etc...). Ils devraient définir les situations interdites et les situations à risque ainsi que les mesures de sauvegarde.

#### **4.2. La charte d'éthique**

Les experts indépendants et les cabinets d'experts indépendants – hors les PSI qui disposent déjà de leurs propres règles – devraient systématiquement se doter d'une charte d'éthique adaptant les principes ci-dessus à leur propre structure et précisant les moyens dont ils disposent pour accomplir leur mission.

#### **4.3. Les procédures de contrôle interne : les comités d'attestation d'équité**

Le groupe de travail considère qu'à l'image de ce qui existe dans d'autres pays et dans un certain nombre de cas en France, la réalisation d'une expertise indépendante devrait être accompagnée de la mise en place de procédures de contrôle interne sur la qualité des travaux effectués.

Les règles pourraient être les suivantes :

##### **a) Les prestataires de services d'investissement (PSI)**

La procédure qui existe déjà dans certains établissements a été définie de la manière suivante par le groupe de travail :

Un comité, spécialisé ou non, veille au sein des banques d'investissement, au bon déroulement des travaux d'évaluation, à la qualité de ces travaux, ainsi qu'à la maîtrise des risques liés à la réalisation et à la publication des attestations d'équité.

Ce comité donne son accord préalablement à la signature d'un mandat et à la diffusion de tout document à un client (rapport d'évaluation, avis d'équité...). Il tranche les éventuels conflits d'intérêts.

Ce comité est composé de praticiens, de responsables de la banque d'investissement et d'un déontologue. Il se réunit autant que de besoin et au moins deux fois : avant la signature de la lettre de mission et avant la délivrance du document d'évaluation et de l'attestation. Le rapport d'évaluation doit lui être transmis avec un délai suffisant. La décision du comité est transcrite dans un procès verbal et un avis favorable de sa part vaut accord pour transmettre le document au client.

##### **b) Les experts indépendants non PSI**

Les experts indépendants devraient également prendre l'initiative de mettre en place des procédures contradictoires d'examen de leurs travaux. Ces examens contradictoires pourraient être organisés au sein des cabinets ou dans le cadre d'une association professionnelle.

Les experts indépendants devraient s'inspirer de la procédure mise en place par les PSI en particulier quant à la diversité et à l'indépendance de la composition du comité chargé de donner son avis sur l'approche et les conclusions des travaux de l'expert.

A l'avenir, l'expert indépendant ne devrait plus être seul face à son rapport. Il devrait bénéficier de l'avis de personnes n'ayant pas participé aux travaux d'évaluation, tout en restant libre de ses conclusions et ce, dans un strict respect des règles de confidentialité.

#### **4.4. Le remplacement de l'agrément des experts indépendants par un contrôle a posteriori de l'AMF**

Actuellement, l'agrément de l'expert est réalisé via un contrôle rapide et formel d'un dossier remis à l'AMF. Le dossier contient notamment la présentation de l'expert, le calendrier de l'étude, les méthodes d'analyse prévues, les effectifs associés à l'étude, le budget et une déclaration d'indépendance.

Le groupe de travail considère qu'il est préférable de substituer à l'agrément *a priori* de l'expert par l'AMF le principe de transparence des diligences et un contrôle *a posteriori* des missions d'expertises indépendantes selon les modalités précisées ci-dessous. En outre, l'expert indépendant devrait remplir les deux conditions suivantes :

- disposer d'une charte d'éthique (cf. § 4.2) ;
- mettre en place des procédures conformes ou similaires aux procédures de contrôle interne (cf. § 4.3).

Enfin, 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 seraient réputés disposer d'un contrôle interne.

La suppression du contrôle a priori devra être organisée en concertation avec les professionnels et dans le cadre d'une période transitoire afin de laisser à la place le temps de s'organiser.

#### **4.5. Définition du contrôle a posteriori des missions d'expertise indépendante**

La nouvelle procédure serait accompagnée d'un contrôle *a posteriori* de l'AMF sur le respect par l'expert des règles de transparence et de la méthodologie suivie pour réaliser les travaux d'évaluation.

Les contrôles *a posteriori* porteraient principalement sur les points suivants :

- exactitude de la déclaration d'indépendance ;
- conformité avec la charte d'éthique et les procédures internes en vigueur chez l'expert contrôlé ;
- étude de la méthodologie suivie et des diligences mises en œuvre ;
- étude du niveau de qualification et du nombre de collaborateurs internes ou externes ayant participé à l'expertise ;
- vérification du dossier (tenue des dossiers, assurance de responsabilité civile professionnelle), ce qui implique une période de temps minimale de 10 ans pendant laquelle le dossier devrait être gardé ;
- examen des rapports et particulièrement de leurs conclusions ainsi que des diligences et des travaux effectués.

L'AMF pourrait prévoir une échelle de sanctions, telles que des avertissements, une interdiction d'exercer provisoire ou définitive, etc., selon la gravité des manquements observés.

## V. LES METHODES D'EVALUATION

En préambule de cette partie le groupe de travail souhaite faire quatre observations :

- à la différence des premières parties, il ne s'agit pas ici, pour l'essentiel, de fixer des règles mais des recommandations de bon sens, inspirées par l'expérience, afin d'éviter que des méthodes ne soient utilisées dans un but subjectif ;
- ces recommandations s'adressent avant tout aux experts indépendants (banques d'affaires et cabinets indépendants) - et non pas aux banques conseils - qui doivent s'inspirer de standards dans un exercice qui présente une importance particulière compte tenu de l'usage qui est fait de leur travail par le conseil d'administration qui les mandate, par les actionnaires dont ils protègent les intérêts et par le Collège de l'AMF qui prend la décision de recevabilité ;
- cet effort de réflexion sur les méthodes d'évaluation est d'autant plus opportun que les experts indépendants vont désormais devoir faire systématiquement un travail d'évaluation avant de remettre leurs conclusions ;
- ces recommandations doivent s'inscrire dans le cadre de la directive européenne sur les offres publiques. Elles doivent également tenir compte du passage aux nouvelles normes IFRS qui donnent une place centrale à la juste valeur.

### 5.1. Les évolutions réglementaires susceptibles d'impacter les travaux d'évaluation

#### a) Le cadre de la directive européenne concernant les offres publiques

En France, tous les projets d'offres publiques, offres volontaires ou obligatoires, sont soumis à la recevabilité de l'AMF qui apprécie le prix ou la parité d'échange « en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus et des caractéristiques de la société visée » (art. 231-23 du règlement général).

Si la directive européenne sur les offres publiques du 21 avril 2004 ne prévoit ni recevabilité, ni analyse multicritères, le paragraphe 2.b de l'article 3 intitulé « principes généraux » énonce : « les Etats membres peuvent prévoir des conditions supplémentaires et des dispositions plus strictes que celles qui sont prévues par la présente directive pour réglementer les offres ».

La directive doit donc être interprétée comme une directive d'harmonisation minimale laissant la possibilité à chaque autorité de contrôle de proposer dans son règlement général des mesures spécifiques destinées à protéger les actionnaires minoritaires.

Les seules mesures imposées par la directive sont les suivantes :

- Pour l'offre obligatoire (art 5), les autorités de contrôle ont l'obligation d'imposer le respect du « prix équitable », défini comme le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant pendant une période, déterminée par les Etats membres, de six mois au minimum à douze mois au maximum précédant l'offre (un relèvement du prix est imposé si des titres sont achetés à un prix supérieur pendant l'offre).  
Les Etats membres peuvent toutefois autoriser leurs autorités de contrôle à accepter une modification de ce prix, vers le haut ou vers le bas, dans des circonstances et selon des critères clairement déterminés, par exemple si le prix le plus élevé a été fixé par accord entre l'acheteur

et un vendeur, s'il y a eu manipulation, si le prix du marché a été affecté par des événements exceptionnels, s'il faut faciliter le sauvetage d'une entreprise en difficulté.

- Pour le retrait obligatoire (art 15), isolé ou en séquence, le principe du « juste prix » doit être respecté. Si le retrait suit une offre volontaire, le prix de cette offre est présumé juste si l'offrant a acquis par acceptation de l'offre au moins 90% des titres du capital assorti de droits de vote. Si le retrait suit une offre obligatoire, le prix de cette offre est présumé juste dans la mesure où il correspond au prix équitable défini à l'article 5 de la directive.

b) L'entrée en vigueur des normes IAS/IFRS

Le règlement européen n° 1606/2002 du Parlement et du Conseil impose aux émetteurs dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé au 31 décembre 2005 d'établir leurs comptes consolidés conformément aux normes comptables internationales adoptées par règlement de la Commission européenne. L'entrée en vigueur de ce règlement va avoir notamment pour effet de modifier les méthodes comptables d'évaluation de leurs actifs par les sociétés cotées et aura en conséquence une incidence sur le niveau de leurs fonds propres comptables.

La norme IAS 36 prévoit, après tests de dépréciation, de ramener, le cas échéant, la valeur comptable au montant de la valeur recouvrable.

La valeur recouvrable est définie comme le maximum entre :

- la juste valeur ("fair value") : valeur de marché des actifs moins les coûts de cession,
- et la valeur d'utilité : valeur des flux de trésorerie associés à l'actif actualisés selon une méthodologie rigoureuse.

## 5.2. Les suggestions du groupe de travail au regard de ces évolutions

a) Le maintien de l'analyse multicritères

Considérant que l'article 3 sur les principes généraux laisse une grande liberté aux Etats membres pour définir les conditions de recevabilité des offres, le groupe de travail recommande une transposition de la directive maintenant notamment le principe de l'analyse multicritères, moyen privilégié pour éclairer le conseil d'administration de la société visée et les actionnaires minoritaires sur les choix qu'ils doivent effectuer.

b) L'élargissement de la notion de prix minimum

La notion de prix minimum n'existe actuellement en droit boursier français que pour les OPAS volontaires et naturellement pour les garanties de cours. Dans le cas des OPAS volontaires, ce prix est égal à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, pendant les soixante jours de négociation précédant l'avis de dépôt du projet d'offre (ou de son annonce). Il pourrait être souhaitable d'étendre cette disposition aux OPR-RO (notamment aux OPRO isolées ou en séquence avec des OPAS volontaires), tout en précisant que l'absence caractérisée de liquidité du marché du titre pourrait rendre dans certains cas ce critère fragile. Dans la mesure où les règles de fixation du prix d'une OPR-RO peuvent difficilement, compte tenu du retrait obligatoire, être moins strictes que celles applicables aux OPAS, l'AMF a d'ailleurs, à plusieurs reprises, fait application de ce prix.

Par ailleurs, l'article 5 mentionné ci-dessus conduit à ajouter comme prix minimum pour les offres obligatoires la référence aux transactions effectuées par l'initiateur dans la période qui précède l'offre. Cela est déjà le cas réglementairement en Grande-Bretagne et dans les faits en France, puisque l'analyse multicritères fait référence aux transactions récentes.

La notion de prix minimum devrait par conséquent être étendue aux offres obligatoires, voire aux offres volontaires, en retenant, conformément à la directive, le prix le plus élevé payé par l'offrant au cours des 12 mois qui ont précédé l'offre ou pendant l'offre.

Compte tenu de la mise en place des nouvelles normes IAS/IFRS, le groupe de travail s'est également interrogé sur l'opportunité d'ajouter à la notion de prix minimum l'actif net comptable (ANC), lorsqu'une société qui contrôle déjà un actif décide d'en prendre le contrôle complet. Cela viserait les cas d'OPAS volontaires et les OPR-RO isolées ou en séquence (avec une OPAS volontaire).

Le groupe de travail a préféré considérer que, dans une telle hypothèse, l'ANC devrait constituer une référence forte sans pour autant retenir la notion de prix minimum.

De même, le groupe de travail a considéré que l'actif net réévalué (ANR) publié par une holding constituerait une référence forte, et non pas un prix minimum, en cas de rachat par cette holding de ses propres titres.

### **5.3. Méthodes d'évaluation et références de valorisation : les recommandations du groupe de travail**

Le groupe de travail a souhaité définir quelques principes simples susceptibles de guider l'expert indépendant dans son travail d'évaluation. Le respect de ces principes doit ainsi permettre de conduire une évaluation dans des conditions de professionnalisme satisfaisantes sans risquer de tomber dans l'écueil de l'opacité ou de la subjectivité. En revanche, le groupe de travail n'a pas souhaité entrer dans une description trop détaillée qui n'aurait pas beaucoup de sens et qui pourrait retirer à l'expert une partie de sa liberté dans son approche du dossier alors que cette liberté est un élément clé de l'expertise indépendante.

L'approche multicritères suivie par l'expert indépendant comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation. Les méthodes d'évaluation et les références de valorisation doivent être distinguées.

Il existe deux 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. L'application de ces méthodes devraient être encore plus fréquente pour deux raisons : le développement des transactions transfrontalières et l'émergence d'un référentiel comptable unique applicable à environ 7000 sociétés cotées en Europe.

- **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 (méthodes des flux de trésorerie, des flux de dividendes, et dans certains cas l'ANR).

La méthode des flux de trésorerie actualisés (*Discounted cash flows* - DCF), en particulier, représente un progrès important pour l'analyse multicritères car elle est basée sur des perspectives d'avenir et permet d'avoir une analyse critique du plan d'affaires. Cette méthode est aujourd'hui utilisée dans une très grande majorité de cas alors qu'elle n'était utilisée que dans la moitié des évaluations il y a dix ans. Le groupe de travail recommande de l'appliquer de manière encore plus systématique, dans toutes les situations où il existe des minoritaires quel que soit le type d'offre.

**Les références de valorisation** complètent l'analyse de l'évaluateur en la confrontant à des indicateurs de valeur :

- la valeur comptable des actifs,
- le cours de bourse de l'entreprise,
- les opérations significatives réalisées sur les titres objet de l'évaluation,
- les cours-cibles des analystes.

L'examen de ces références est indispensable. La décision d'exclure toute 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.

Chaque évaluation est spécifique et il appartient à l'expert indépendant, en fonction de la pertinence des informations disponibles, de définir la ou les méthodes qui sont les mieux adaptées au cas qu'il doit traiter. L'expert doit cependant adopter une démarche multicritères qui le conduit à :

- mettre en œuvre, lorsqu'elles sont pertinentes, les deux familles de méthodes définies ci-dessus,
- confronter les résultats obtenus aux références disponibles,
- expliquer clairement la démarche qui l'a conduit à privilégier ou à exclure telle ou telle méthode ou référence par rapport à une autre.

Les éléments contextuels sont souvent essentiels dans la réflexion menée par l'expert pour déterminer l'équité de la transaction. La compréhension et l'analyse du contexte sont parties intégrantes du raisonnement et, bien souvent, vont guider le choix de telle ou telle méthode. Dans la mesure où son attestation est portée à la connaissance du public, l'expert doit également faire preuve de pédagogie dans l'expression de son opinion. Toute cette démarche demande du temps car la conviction de l'expert se forge progressivement à mesure que se forme le faisceau d'indices réunis au cours de l'analyse.

**Dans la réalisation de ses travaux, l'expert devrait respecter les principes suivants :**

- **le principe d'examen critique,**
- **le principe de transparence,**
- **les principes de cohérence et de pertinence.**



***(i) Le principe d'examen critique***

Ce principe conduit l'expert à considérer l'ensemble des données fournies par la direction ou les sources externes avec un œil critique. L'expert doit juger le caractère raisonnable du plan d'affaires, qui doit être celui qui a été établi et validé par la direction de la société. Il lui appartient de demander à la direction, seule compétente pour établir des prévisions, de modifier celles-ci lorsqu'elles apparaissent irréalistes compte tenu de l'information détenue par l'expert. L'expert doit en outre s'assurer que tout changement apporté de manière récente par la direction sur le plan d'affaires lui a été communiqué et doit recueillir les raisons qui ont motivé ce changement.

***(ii) Le principe de transparence***

L'expert doit donner au conseil d'administration un rapport détaillé présentant son travail et ses conclusions. Le rapport public doit contenir suffisamment d'informations pour permettre de comprendre le raisonnement de l'expert et les grandes hypothèses retenues.

Les sources des informations et des données utilisées par l'expert doivent être clairement indiquées et les écarts éventuels constatés entre différentes sources doivent être mentionnés.

Le choix ou l'exclusion d'une méthode ou d'une référence d'évaluation doit être expliqué.

Pour l'application de la méthode des comparables, l'expert doit expliquer le choix de l'échantillon et les retraitements auxquels il a procédé afin de rendre les données utilisées homogènes.

Pour l'approche intrinsèque, l'expert doit :

- présenter les éléments clés du plan d'affaires sous une forme globale (croissance moyenne sur la période, rentabilité moyenne des capitaux investis, etc...),
- indiquer la façon dont les risques spécifique (généralement inclus dans le plan d'affaires) et systématique (par la détermination du taux d'actualisation) ont été traités,
- présenter de manière détaillée les hypothèses utilisées pour le calcul de la valeur terminale,
- présenter et commenter systématiquement des tests de sensibilité autour de l'hypothèse centrale.

***(iii) Les principes de cohérence et de pertinence***

Lors de la mise en œuvre d'une méthode d'évaluation, l'expert doit s'assurer de la cohérence des paramètres entre eux ainsi qu'avec les sources externes et les informations dont il dispose. Le cas échéant, il s'assure de la cohérence de ces données avec celles des travaux d'évaluation qui auraient pu être effectués préalablement.

Pour la méthode analogique :

- les sociétés de l'échantillon doivent être suffisamment comparables en termes de risque, de rentabilité et de croissance ;
- les multiples doivent tenir compte des spécificités de l'entreprise et des comparables à évaluer ;
- l'échantillon des comparables boursiers doit être composé de sociétés dont les titres sont jugés suffisamment liquides par l'expert ;

- la méthode des transactions comparables doit être utilisée avec un échantillon de transactions récentes, d'autant plus récentes que la valorisation du marché boursier aura pu évoluer fortement au cours des deux dernières années.

Pour la méthode intrinsèque :

- le plan d'affaires doit couvrir une période suffisante afin de réduire le poids de la valeur terminale dans la valeur totale ;
- le taux d'actualisation sans risque retenu doit être celui du marché pour l'horizon qui est celui du plan d'affaires et des projections financières ;
- le traitement de la valeur terminale doit être fait en fonction de la situation concurrentielle de l'entreprise ;
- le même risque ne doit être pris en compte qu'une seule fois, soit dans le plan d'affaires, soit dans le taux d'actualisation ;
- le taux de croissance à l'infini doit être cohérent avec le taux de croissance à long terme retenu pour l'économie nationale ;
- les flux de trésorerie disponibles pour le calcul de la valeur terminale doivent refléter une situation normative.

\* \*  
\*

## CONCLUSION

Le groupe de travail a formulé dans ce rapport 25 recommandations précises afin d'encadrer l'intervention de l'expert, de garantir son indépendance et la qualité de ses travaux et ainsi d'améliorer l'information et la protection des actionnaires minoritaires dans le cadre d'opérations financières.

Ces 25 recommandations peuvent se résumer de la manière suivante :

1. La profession d'expert indépendant, banque d'affaires ou cabinet indépendant, devrait répondre à des normes précises (éthique, indépendance, méthodes de travail).
2. L'expertise indépendante serait demandée par la société cible et non par la société initiatrice de l'offre.
3. Les responsabilités du conseil d'administration de la société cible seraient clairement établies pour permettre un bon déroulement de l'expertise indépendante (choix de l'expert, rémunération, diligences, avis motivé du conseil).
4. L'expertise indépendante devrait reposer sur un travail complet intégrant une évaluation et non sur une simple appréciation des travaux de la banque conseil de l'initiateur.
5. Une transparence des diligences serait assurée vis-à-vis du marché tant pour le conseil d'administration que pour l'expert.
6. Afin de garantir l'indépendance, des cas d'interdiction pour la désignation de l'expert seraient prévus, notamment en raison de liens avec la société initiatrice et ses conseils, d'un intérêt significatif dans l'opération ou de l'absence de conditions permettant de délivrer un avis objectif sur l'opération.
7. Sauf circonstances exceptionnelles, l'expert devrait être désigné le plus en amont possible et réaliser son rapport avant que l'offre ne soit annoncée afin de pouvoir peser sur la fixation du prix.
8. L'expert devrait disposer d'un délai minimum de vingt jours pour effectuer son travail.
9. L'expert présenterait son rapport au conseil d'administration de la cible avant que celui-ci ne donne son avis motivé sur l'offre.
10. La rémunération de l'expert serait fonction de la complexité de l'évaluation, des moyens mis à disposition, de sa compétence, de sa réputation et serait publiée.
11. Le conseil d'administration de la société visée devrait recourir à une expertise indépendante dès qu'il a un doute sur l'existence d'un éventuel conflit d'intérêts ou le sentiment de la nécessité d'un éclairage sur l'offre.
12. L'appellation "attestation d'équité" devrait être réservée aux attestations délivrées conformément aux normes de l'AMF. Toute attestation d'équité serait donc publiée ainsi que la rémunération de l'expert. Naturellement, toute autre forme d'opinion sur une offre qui ne

répondrait pas aux normes de l'AMF, pourrait également être publiée sans toutefois bénéficier de l'appellation "attestation d'équité".

13. Aujourd'hui limité aux retraits obligatoires, le champ de l'expertise indépendante serait élargi aux OPAS volontaires, aux OPRA, aux augmentations de capital réservées, aux fusions et à quelques cas d'offres atypiques.

14. Dans le cas des offres en séquence, l'expertise aurait lieu systématiquement dès l'offre initiale.

15. L'offre de marché pourrait être encouragée dans le cadre de la fusion grâce à la possibilité de payer le retrait obligatoire en titres (sans obligation de proposer une alternative en numéraire).

16. Le seuil pour effectuer un retrait obligatoire pourrait être abaissé à 90% afin de faciliter les opérations et d'éviter également que l'actionnaire ne se laisse enfermer dans une situation d'absence de liquidité, sous réserve de la cohérence avec les règles de cotation en vigueur sur la place de Paris.

17. Les experts devraient disposer d'une charte d'éthique et les organisations professionnelles reconnues dans le domaine de l'évaluation devraient se doter d'un code de déontologie.

18. Chaque mission d'expertise devrait être soumise à un contrôle de qualité obligatoire au travers de comités d'attestation d'équité mis en place par les experts indépendants ou par une association professionnelle.

19. L'agrément a priori de l'expert par l'AMF serait remplacé par un contrôle *a posteriori* à l'issue d'une période transitoire.

20. Les associations professionnelles dont l'expérience est reconnue en matière d'évaluation pourraient se faire agréer par l'AMF.

21. Le principe de l'analyse multicritères dans le cadre de la recevabilité des offres serait réaffirmé au moment de la transposition de la directive concernant les offres publiques.

22. La notion de prix minimum serait élargie à plusieurs cas nouveaux : moyenne des 60 jours de bourse pour les OPR-RO, prix le plus élevé payé par l'offrant pendant l'année qui précède pour les offres obligatoires et volontaires, ANC et ANR considérés comme une "référence forte" pour les OPR-RO et OPAS volontaires.

23. La méthode d'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) serait appliquée à toutes les offres où la société cible serait contrôlée.

24. Les plans d'affaires utilisés dans les méthodes d'évaluation devraient toujours être ceux qui ont été établis par le management de la société cible, éventuellement modifiés après discussion avec l'expert indépendant.

25. Les hypothèses et les sources retenues dans les méthodes d'évaluation devraient être beaucoup mieux explicitées.

En proposant cet ensemble de mesures, le groupe de travail souhaite renforcer la transparence, notamment dans les diligences suivies et dans les méthodes appliquées ainsi que les responsabilités de l'expert et du conseil d'administration de la cible.

La transparence et la responsabilisation sont autant une affaire de comportement que de réglementation. Elles peuvent donc être d'effet immédiat.

Pour les mesures qui ont un caractère réglementaire, le groupe de travail recommande de prendre relativement vite les dispositions qui s'imposent, tout en sachant que les propositions qui concernent la transposition de la directive sur les offres publiques devront s'insérer dans le calendrier des travaux de transposition.

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, les positions et les recommandations publiées antérieurement à ces nouvelles mesures devraient en conséquence être abrogées.

\* \*  
\*

## **ANNEXES**

## ANNEXE 1

### Composition du groupe de travail sur l'évaluation financière

#### **Président**

Monsieur Jean-Michel Naulot (Membre du collège de l'AMF)

#### **Membres**

Monsieur Jean-François Biard (BNP Paribas)

Monsieur Franck Ceddaha (Oddo Corporate Finance)

Monsieur Jean-Pierre Colle (RSM Salustro Reydel)

Monsieur François Kayat (CSFB)

Monsieur Ross Mc Innes, Madame Sylvie Lucot (Thales)

Monsieur Jean-Louis Mullenbach (Bellot Mullenbach & Associés)

Madame Colette Neuville (ADAM)

Monsieur Maurice Nussenbaum (Sorgem Evaluation, Université Paris 9 Dauphine)

Monsieur Bertrand Peyrelongue (Calyon)

Monsieur Fabrice Rémon (Démminor)

Monsieur Jean-Florent Rérolle (Houlihan Lokey Howard & Zukin, Président de la Société Française des Évaluateurs)

Maître Thierry Vassogne (Linklaters)

Monsieur Jean-Noël Vieille (Aurel Leven Gestion, Président de la Commission d'évaluation de la SFAF)

Monsieur Alain Marcheteau (SNECMA)

#### **Assistaient également aux réunions**

Monsieur Hubert Reynier (AMF, Secrétaire général adjoint, Direction de la régulation et des affaires internationales)

Madame Anne Demartini (AMF, Direction de la régulation et des affaires internationales)

Madame Patricia Choquet (AMF, Direction des affaires juridiques)

Madame Michaëla d'Orazio d'Hollande (AMF, Direction des affaires juridiques)

Monsieur Bertrand Durupt (AMF, Direction des émetteurs)

Mademoiselle Elodie Froidure (AMF, Direction des émetteurs)

Monsieur Jean-François Sablier (AMF, Direction des affaires comptables)

Monsieur Olivier Gayral (AMF, Direction des affaires comptables)

#### **Rapporteurs**

Madame Maryline Dutreuil-Bougnac (AMF, Direction de la régulation et des affaires internationales)

Monsieur Lé Quang Tran Van (AMF, Direction de la régulation et des affaires internationales)

## ANNEXE 2

### Lettre de mission adressée par Monsieur Michel Prada, Président de l'AMF, à Monsieur Jean-Michel Naulot le 4 novembre 2004

"Monsieur,

Le régulateur français, du fait de sa mission traditionnelle de protection de l'épargne, a toujours porté une attention soutenue aux travaux d'évaluation financière. Plusieurs textes de l'AMF traitent de ce sujet dans le cadre de diverses opérations de rapprochement entre sociétés cotées et notamment des méthodes d'évaluation qui doivent être retenues. La forme prise par ces textes est variée : règlements, instructions, recommandations, rapports de groupes de travail, etc. Le régulateur, a en particulier insisté, sur l'obligation d'une expertise indépendante systématique dans le cadre des retraits obligatoires et a d'ores et déjà fixé des critères professionnels en vue de l'agrément des cabinets qui se livrent à ce type de missions.

Si la qualité des travaux réalisés par les évaluateurs, ou les experts indépendants, et de l'information dispensée dans les notes d'information relatives aux opérations d'offres ou de fusions se sont constamment améliorées au cours de la dernière décennie, des marges de progrès existent encore. Il n'existe notamment pas aujourd'hui, en France, de standards généraux reconnus de tous concernant le déroulement d'une évaluation financière, l'étendue de l'analyse à entreprendre et les caractéristiques du rapport à délivrer. Des réflexions et des actions sont d'ailleurs menées actuellement sur ces sujets par la profession elle-même.

Soucieux d'éclairer la réflexion du régulateur, de mieux mesurer les enjeux d'une meilleure protection des investisseurs lors des opérations de croissance externe et dans un souci permanent d'amélioration de la qualité de l'information, le Collège de l'AMF souhaite, en concertation avec la place, procéder à une analyse approfondie du sujet de l'évaluation financière. Il m'a chargé, pour ce faire, de constituer un groupe de travail composé de personnalités qualifiées en la matière et pour lequel je souhaiterais solliciter votre participation en qualité de Président du groupe.

Le sujet étant vaste, l'AMF souhaiterait se concentrer dans un premier temps sur un aspect particulier de l'évaluation, celui de l'expertise indépendante. Cela nécessitera entre autres de :

- clarifier la notion d'expertise indépendante, en étudiant, notamment dans quelle mesure il faut maintenir une dichotomie entre cette notion et celle d'attestation d'équité mais aussi ce que l'on attend des experts en termes de compétence, déontologie, diligence, méthodologie et transparence ; préciser les types de professionnels habilités à procéder à des expertises suivant les cas de figure et redéfinir la procédure d'agrément et de contrôle des experts par l'AMF ;
- analyser les cas où la présentation d'une expertise indépendante pourrait être obligatoire (en sus du cas des OPRO) en vue, notamment, de renforcer les droits des minoritaires lorsqu'ils ont à se prononcer sur une offre initiée par un actionnaire détenant déjà le contrôle d'une société ;



- étudier l'évolution récente des méthodes d'évaluation utilisées dans le cadre de l'expertise indépendante afin de déterminer celles qui paraissent les plus objectives et permettre ainsi d'actualiser les textes de l'AMF sur le sujet.

Tous ces travaux nécessiteront de réfléchir, à partir des textes nationaux mais aussi des expériences étrangères et des meilleurs standards internationaux.

Le groupe de travail devra proposer les évolutions de la réglementation et des pratiques professionnelles qui lui paraîtront nécessaires. Ces propositions seront ensuite soumises à consultation publique, dans le courant du premier semestre 2005. Il est entendu que le groupe de travail pourrait ultérieurement voir sa mission étendue entre autres à l'étude d'opportunité pour l'AMF d'encadrer également les exercices de valorisation des introductions en bourse.

En espérant que ce projet retiendra votre attention et dans l'attente de votre réponse, je vous prie d'agréer, Monsieur, l'expression de ma considération distinguée."

### ANNEXE 3

#### Liste des personnes auditionnées et consultées par le groupe de travail

Au cours de ses travaux, le groupe de travail a consulté et auditionné un certain nombre de professionnels et d'experts dans le domaine de l'évaluation financière. Ces personnes, par leurs commentaires et leurs contributions, ont permis d'enrichir la réflexion du groupe de travail. Le Président du groupe de travail souhaite en conséquence les remercier pour leur disponibilité et l'intérêt qu'elles ont témoigné à la mission du groupe.

#### Personnes auditionnées par le groupe de travail

**Madame Christine Morin-Postel**

Administrateur indépendant (3i Group plc, Pilkington plc, Alcan, Royal Dutch Shell, Arlington)

**Maître Henri Brandford-Griffith**

Cabinet Brandford-Griffith & Pasturel

#### Personnes consultées

**Maître Olivier Diaz**

Cabinet Darrois, Villey, Maillot & Brochier

**Monsieur Christian Hirsch**

Financière de Courcelles

**Monsieur Bruno Husson**

DCB Fairness

**Monsieur Bertrand Jacquillat**

Associés en Finance

**Madame Sophie Javary**

ABN AMRO Rothschild

**Monsieur Jean-Charles de Lasteyrie**

Ricol, Lasteyrie & Associés

**Monsieur Dominique Ledouble**

Cabinet CDL

**Monsieur Pierre Loeper**

Prorevise

**Maître Jean-Pierre Martel**

Cabinet Rambaud Martel

**Monsieur Foucauld de Tinguy du Pouët**

Détroyat & Associés

## **AVERTISSEMENT**

**Les études présentées en annexes 4 et 5 portent exclusivement sur les attestations d'équité figurant dans le champ le plus réglementé et par conséquent le mieux connu de l'AMF, à savoir le retrait obligatoire.**

**Ces opérations sont par essence des opérations de petite taille (moins de 5% de capital).**

**Les données présentées en annexe 4 ne reflètent en conséquence pas les conditions d'intervention (budget, temps, effectifs) des banques d'affaires.**

**L'annexe 5 est un constat des méthodes d'évaluation utilisées dans le cadre des OPR-RO réalisées en 2003 et en 1994. Cette annexe ne constitue en aucun cas une préconisation pour la mise en œuvre de ces méthodes.**

#### Annexe 4

### Analyse des conditions d'intervention des experts indépendants dans le cadre d'offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire réalisées en 2003 et 2004

(Sources : AMF)

La présente étude porte sur l'ensemble des offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire (OPR-RO) qui ont eu lieu en 2003 et 2004, soit un total de 71 opérations : 36 en 2003 et 35 en 2004.

Au cours de cette période, 28% des offres examinées portaient sur moins de 1% du capital de la société visée, 47% portaient sur un pourcentage allant de 1 et 4% du capital de la société visée, et 25% portaient sur plus de 4% du capital de la société visée.

Sur l'année 2003, 40% des OPR-RO étaient isolées et 60% suivaient une offre volontaire ou une garantie de cours (OPR-RO en séquence). Sur l'année 2004, 30% des OPR-RO étaient isolées et 70% étaient en séquence. La majorité des OPR-RO ont donc suivi une offre volontaire ou une garantie de cours sur cette période.

Une vingtaine d'experts sont intervenus sur les deux années. Sept experts néanmoins ont représenté 77% des missions d'expertise.

Pour ces OPR-RO les éléments suivants ont été examinés à partir du dossier d'agrément remis à l'AMF par l'expert. Certains dossiers ne présentaient pas l'intégralité de ces informations :

- durée de l'expertise indépendante calculée en comptant le nombre de jours qui sépare la date d'agrément de l'expert par l'AMF de la date de signature de l'attestation ;
- budget prévisionnel de l'expert indépendant ;
- effectifs affectés à la mission d'expertise indépendante.

#### **I. Répartition par expert indépendant**

La répartition en parts de marché pour les 7 principaux experts intervenus est la suivante :

Expert A= 19%	Expert E = 10%
Expert B = 13%	Expert F = 7%
Expert C = 12%	expert G = 4%
Expert D = 12%	

Les autres experts ne sont intervenus que sur une ou deux opérations.

Le champ des activités exercées par les experts est variable. Interviennent en effet des cabinets spécialisés en expertise indépendante et/ou évaluation financière tout comme des cabinets d'audit et de conseil.

Aucune banque n'est intervenue.

## II. Durée de la mission

Il est difficile d'estimer la durée réelle d'une mission d'expertise. Les données présentées ci-après doivent donc être considérées avec précaution car elles sont calculées sur la base de conventions retenues dans le cadre de l'étude.

La durée de la mission a été calculée en retenant le nombre de jours séparant la date d'agrément de l'expert de la date de signature du rapport. Cette durée ne reflète pas toujours la durée réelle des travaux de l'expert et doit, pour cette raison, être rapprochée du budget exprimé en heures.

On constate que la durée de la mission est très variable, allant de quelques jours à plusieurs mois. Dans 6 offres, il a été constaté que la durée avait été inférieure à 10 jours. Les durées s'échelonnent ainsi entre 2 jours et 155 jours. La durée moyenne est de 52 jours.

Le nombre d'heures budgété<sup>8</sup> par les experts est également très variable d'une opération à l'autre allant de 10 à 320 heures. La moyenne est de 132 heures.

## III. Budget des experts indépendants

Le budget prévisionnel des missions d'expertise est communiqué par l'expert à l'AMF dans son dossier d'agrément. Les budgets communiqués à l'AMF varient de 6.000 à 150.000 €.

Sur les deux années couvertes par l'étude, le budget (HT et frais divers) moyen de l'expert indépendant a été de 35 193 €.

La corrélation entre la taille de l'offre et le budget de l'expert est loin d'être toujours évidente, d'autres facteurs liés notamment à la complexité du dossier, aux circonstances particulières de l'opération et à la politique de facturation de l'expert, entrant en compte.

Ainsi dans une OPR-RO visant environ 3,5% du capital de la société cible pour un montant de 17,5 millions d'euros, le budget de l'expert ne s'élevait qu'à 45 000 €, alors que dans le cadre d'une seconde OPR-RO visant un peu moins de 0,5% du capital de la cible pour un montant de 2,8 millions d'euros, le même expert avait indiqué un budget de 75 000 €.

Les budgets des missions d'expertise ont représenté en moyenne, sur 2003 et 2004, 16,5% des frais totaux des OPR-RO, étant précisé que sur les 71 opérations examinées seules 15 notes d'information mentionnaient le montant de ces frais. La fourchette va de 1% à 92% des frais totaux, en fonction de la taille de l'offre.

## IV. Les effectifs affectés à la mission d'expertise

L'équipe mobilisée dépasse très rarement 4 personnes. Dans deux offres, l'une portant sur un montant supérieur à 150 millions d'euros et l'autre sur un montant d'environ 2 millions d'euros, l'équipe se

---

<sup>8</sup> Sur la base des prévisions du nombre d'heures fournies par les cabinets lors de leur demande d'agrément, et pour les opérations pour lesquelles l'information est disponible (à savoir 56). Lorsque les prévisions étaient données en nombre de jours, la conversion en nombre d'heures a été faite sur la base d'une journée = 8 heures.

composait de 5 personnes. L'équipe moyenne se compose de 2 personnes. Pour un même expert, la composition de l'équipe est généralement similaire d'une opération à l'autre.

### Conclusions

On constate une très grande hétérogénéité dans les activités, les tailles des experts indépendants qui sont intervenus dans le cadre d'OPR-RO en 2003 et 2004 ainsi que dans les budgets. Compte tenu des observations effectuées et en l'absence d'analyses statistiques plus détaillées, il n'est pas possible d'établir une corrélation entre le budget et le montant ou la taille de l'offre.

Il en va de même pour le temps dont a disposé l'expert pour les différentes opérations. Les équipes affectées aux missions varient peu, tant dans le nombre de personnes que dans la composition de l'équipe.

**Tableau récapitulatif**

	Maximum	Minimum	Moyenne
<b>Nombre de missions par expert</b>	13	1	4
<b>Montant maximal visé par l'offre (en K€) <sup>1</sup></b>	1 019 060	45	46 322
<b>Durée de la mission (en jours) <sup>2</sup></b>	155	5	52
<b>Nombre d'heures budgétées <sup>3</sup></b>	320	10	132
<b>Budget de l'expert (en K€) <sup>4</sup></b>	150	6	35
<b>Effectifs pas mission</b>	5	1	2

### Récapitulatif des données statistiques pour les principaux cabinets d'experts intervenus

Moyennes calculées pour les 7 principaux experts (sauf pour le nombre d'opérations)

Cabinets	Nombre d'opérations	Montant moyen des offres <sup>1</sup> en K€	Durée moyenne des missions (en jours) <sup>2</sup>	Nombre moyen d'heures budgétées <sup>3</sup>	Budget moyen <sup>4</sup> K€	Nombre moyen de personnes dans l'équipe
A	13	98 870	41	60	39	3
B	9	80 776	66	176	35	3
C	8	25 068	38	188	44	4
D	8	7 115	69	111	19	2
E	7	127 983	47	256	71	4
F	5	552	45	58	18	2
G	3	576	56	76	16	1

<sup>1</sup> Nombre d'actions maximum visé par l'offre x prix de l'offre.

<sup>2</sup> Différence, en nombre de jours, entre la date d'agrément de l'expert (lettre au CMF), et la date de signature du rapport d'expertise.

<sup>3</sup> Sur la base des prévisions du nombre d'heures fournies par les cabinets lors de leur demande d'agrément. Lorsque les prévisions étaient données en nombre de jours, la conversion en nombre d'heures a été faite sur la base d'une journée = 8 heures.

<sup>4</sup> Budget prévisionnel HT et hors frais.

## ANNEXE 5

### Etude comparative sur les méthodes d'évaluation utilisées par les banques conseils lors des offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire réalisées en 2003 et en 1994

L'étude présentée ci-dessous est un constat sur les méthodes d'évaluation mises en œuvre en 2003 et en 1994 par les banques conseils dans le cadre d'Offres Publiques de Retrait avec Retrait Obligatoire (« OPR RO »). Elle a été réalisée grâce aux notes d'information publiées sur le site de l'Autorité des Marchés Financiers et grâce aux rapports d'évaluation disponibles auprès de la direction des Emetteurs<sup>9</sup>. Les méthodes d'évaluation observées en 2003 ont été comparées aux méthodes retenues par les experts lors des opérations similaires conduites en 1994, de façon à en tirer des conclusions sur les évolutions éventuelles enregistrées en ce domaine depuis 10 ans.

Les éléments présentés dans cette étude permettent d'illustrer, en partie, les constats formulés par le groupe de travail dans son rapport et ne constituent pas un guide de l'évaluation financière.

#### **I. Le contexte des OPR RO en 2003**

Les offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire présentées en 2003 peuvent être classées comme suit :

- l'OPR RO s'inscrivait dans le cadre d'une prise de contrôle. Elle faisait suite à un achat de bloc suivi d'une garantie de cours ou d'une OPAS, ou à une OPA ou à une OPE ;
- l'OPR RO était « spontanée » ; elle ne s'inscrivait pas dans le cadre d'une prise de contrôle mais répondait à d'autres objectifs : réorganisation du groupe, retrait de la cote d'une société dont le flottant était très réduit...

#### **II. Les travaux préliminaires des évaluateurs**

Dans tous les cas, il a été constaté qu'avant de procéder à l'évaluation, les banques conseil avaient réalisé les travaux suivants :

- une analyse stratégique de la cible (forces qui structurent le marché de l'entreprise, place de l'entreprise sur son marché, systèmes de production, réseaux de distribution) ;
- une analyse des aspects financiers de l'entreprise. Leur réflexion s'est alors structurée autour des questions de rentabilité, de politique de financement et d'investissement de l'entreprise. Les banques ont examiné en particulier l'évolution du chiffre d'affaires et la force du cycle économique. Ces analyses étaient conduites en tendance, sur trois exercices généralement.

Les banques conseils ont rarement procédé à ce stade à une analyse comparative qui consiste à confronter les principaux soldes et ratios de l'entreprise à ceux des sociétés du même secteur.

---

<sup>9</sup> En 2003, trente six OPR RO ont été soumises à l'AMF. Trente cinq notes d'information étaient accessibles sur le site Internet de l'AMF.

Ces analyses préliminaires représentaient une part significative des travaux des évaluateurs. Sur la cinquantaine de pages que comptaient le plus souvent les rapports d'évaluation, ces réflexions occupaient les deux premiers tiers.

### **III. Les méthodes d'évaluation mises en œuvre**

#### **1. L'approche multicritères**

Les évaluateurs ont mis en œuvre dans la très grande majorité des cas d'OPR RO présentées en 2003 une approche multicritères, conformément aux prescriptions du règlement général de l'AMF. Ils ont retenu en moyenne quatre méthodes dans leur évaluation et ont justifié systématiquement leur choix.

Au cours de certaines opérations, une seule méthode a été utilisée. Il s'agissait de sociétés en difficulté ou appelées à cesser leur activité.

A l'inverse, certaines offres ont compté jusqu'à huit méthodes d'évaluation sans que cela soit pleinement justifié par l'évaluateur.

#### **2. Les méthodes d'évaluation retenues**

Sept méthodes ou références ont été couramment retenues par les évaluateurs lors des OPR RO présentées en 2003 : les multiples de transaction, les multiples boursiers, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF), le rendement des dividendes, la référence à l'Actif Net Comptable (ANC), à l'Actif Net Réévalué (ANR) ou au cours de bourse.

Dans 80% des cas, deux méthodes (l'actualisation des flux de trésorerie disponibles et les comparables boursiers) et une référence (cours de bourse) ont été utilisées.

Deux approches ont été mises en œuvre dans 50% des cas : les multiples de transaction et l'actif net réévalué.

L'actif net comptable n'a été utilisé que dans 15 % des cas, l'actualisation des dividendes que dans une seule opération.

Dans plus de la moitié des cas, l'évaluateur a recouru à une autre méthode : la référence aux transactions intervenues sur le titre (utilisée 14 fois), la méthode de Bates (utilisée 4 fois) et la méthode de Gélinier (utilisée une fois).

#### **3. La valorisation d'un groupe de sociétés**

La société à évaluer exerçant rarement une seule activité, deux approches ont généralement été envisagées par les évaluateurs :

- l'approche globale. La banque conseil a évalué la société sans distinguer ses activités ;
- l'approche « sum of the parts ». La banque conseil a évalué séparément chacune des activités exercées par la société et a ensuite agrégé les résultats pour aboutir à une valorisation globale.



Ainsi, dans l'une des OPR RO présentées en 2003, l'évaluateur a fait la distinction suivante : les sociétés intégrées globalement ont été évaluées grâce à l'actualisation des flux de trésorerie disponibles et à la méthode de Bates et celles mises en équivalence l'ont été à leur valeur comptable. Dans une autre opération, un processus de cession d'activités étant engagé, la valeur de la société à évaluer a résulté de la somme de la valeur des activités « cœur de métier » déterminée grâce à une approche multicritères (DCF et multiples boursiers) et de la valeur des « autres activités » fournie par le management sur la base des discussions avec les acquéreurs potentiels.

#### **4. Les méthodes intrinsèques**

##### **4.1. La méthode DCF**

###### *a) La méthode la plus fréquemment retenue*

La méthode DCF a été très largement retenue par les évaluateurs dans leurs travaux. Elle a été mise en œuvre dans la totalité des OPR RO présentées en 2003 à l'exception des opérations où la société à évaluer était appelée à cesser son activité ou était en grande difficulté.

###### *b) L'intérêt de la méthode DCF selon les évaluateurs*

Les évaluateurs ont considéré que l'intérêt de la méthode DCF réside dans le fait qu'elle se fonde sur des données internes à la société (prévisions, marges cibles, etc.) et reflète donc la vision d'un groupe par sa direction. Elle permet d'éviter les difficultés liées au manque de comparabilité des sociétés retenues pour le calcul des multiples et apporte un éclairage intéressant sur le cours de bourse de la cible dans la mesure où elle se fonde sur des informations privées, alors que les marchés ne disposent que d'informations publiques.

###### *c) Trois paramètres à déterminer*

La méthode DCF nécessite l'approximation de trois variables : le montant des flux prévisionnels, le taux d'actualisation et la valeur terminale.

(i) Les flux prévisionnels

###### ***Nature des flux pris en compte par les évaluateurs***

Les flux pris en compte par les évaluateurs lors des OPR RO présentées en 2003 étaient les flux de trésorerie disponibles (appelés aussi *free cash flows*) qui mesurent les flux de trésorerie générés par l'actif économique, encore appelés flux de trésorerie à dette nulle.

###### ***L'élaboration d'un échéancier de flux sur l'horizon explicite***

Les évaluateurs se sont appuyés sur le plan d'affaires déterminé par le management de la société pour établir les projections de flux. Le plan d'affaires couvrait une période de 2 à 5 ans. Les évaluateurs l'ont repris dans leurs travaux en l'état. Certains, lorsqu'ils le jugeaient trop ambitieux, ont tenu compte du risque présenté par ces prévisions dans le calcul du bêta. Un évaluateur a ainsi fixé le bêta de la société à 1.5, supérieur au bêta sectoriel estimé à 0.7.

Une période de raccordement, entre la fin du plan d'affaires et l'horizon de la valeur terminale, a toujours été établie par les banques à partir de paramètres déterminés avec le management de la société à évaluer et / ou de l'initiatrice.

Les évaluateurs n'ont pas retenu de synergies du fait du retrait de la cote de la société à évaluer. En effet, dans le cas d'une OPR RO « spontanée », les synergies sont déjà réalisées.

Il a été constaté que la durée moyenne de l'échéancier de flux était de 7 ans. On peut noter que la tendance est à son allongement.

(ii) Le calcul de la valeur terminale

La valeur terminale correspond à la valeur de l'entreprise au terme de l'horizon explicite. Elle représentait en moyenne 2/3 de la valeur de l'entreprise et a atteint plus de 80% dans certaines OPR RO présentées en 2003.

### ***Les approches retenues***

Deux approches ont été suivies par les évaluateurs :

- estimation d'une valeur de sortie selon une méthode analogique (multiples d'EBITDA, de résultats, de fonds propres). Cette approche est retenue dans moins de 10% des cas ;
- calcul selon une approche intrinsèque par actualisation d'un cash flow à l'infini (approche retenue dans 90 % des cas)

Il a en outre été constaté que dans certaines opérations, le taux de croissance à l'infini était supérieur au taux de croissance de l'économie.

On notera que dans une opération l'évaluateur a construit une troisième période, de 10 ans, après le plan d'affaires et la période de raccordement, pour déterminer la valeur terminale.

### ***Test de cohérence de la valeur terminale***

Le calcul de la valeur terminale à partir d'un taux de croissance à l'infini a été confronté dans certaines opérations à la méthode analogique et réciproquement.

(iii) Le taux d'actualisation : le coût moyen pondéré du capital

Les évaluateurs ont utilisé comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC en anglais) qui est une moyenne des coûts des capitaux engagés dans l'exploitation de l'entreprise à savoir les capitaux propres et la dette financière nette.

Les évaluateurs l'ont établi entre 7 et 18% lors des OPR RO présentées en 2003, en fonction du risque de l'entreprise à évaluer.

Dans une opération, l'évaluateur a retenu une approche par zone géographique et a déterminé un Coût Moyen Pondéré du Capital propre à chaque région.

Les évaluateurs ont recouru à deux méthodes principales pour calculer le coût moyen pondéré du capital.

La méthode indirecte est celle qui a été la plus utilisée. Dans cette méthode, la valeur de marché des capitaux propres a très rarement été mis en évidence par les évaluateurs.

Les évaluateurs ont alors utilisé deux méthodologies pour calculer le bêta des capitaux propres :

- calcul d'un bêta historique
- calcul d'un bêta normatif

Dans la prise en compte du risque spécifique à la société, positionnant le risque de la société par rapport à la moyenne de son secteur, les banques conseils ont parfois retenu une prime de taille et / ou une prime d'illiquidité.

Les évaluateurs ont retenu dans la grande majorité des cas des bêtas historiques calculés sur la base de données financières. Ils se sont appuyés sur un échantillon sectoriel parfois identique à celui construit pour les méthodes analogiques et ont utilisé une périodicité hebdomadaire ou mensuelle.

Le taux sans risque retenu par les évaluateurs correspond au taux de rendement des emprunts d'Etat à long terme. Il s'agissait dans la quasi-totalité des cas de l'OAT à 10 ans. Dans une seule opération, les évaluateurs ont retenu le T Bond américain à 30 ans.

Pour déterminer la prime de risque, les évaluateurs ont recouru le plus souvent aux travaux d'un cabinet indépendant qui a calculé soit des primes historiques, soit des primes prévisionnelles.

#### *d) Analyses de sensibilité*

Dans la majorité des cas, les évaluateurs ont procédé à une analyse de sensibilité du résultat obtenu au taux de croissance à l'infini et / ou au Coût Moyen Pondéré du Capital.

Ils ont justifié ces analyses par le fait que la méthode DCF permet de mesurer l'impact sur les valorisations d'une variation à la hausse ou à la baisse des hypothèses prévisionnelles et des paramètres financiers retenus. Ces analyses de sensibilité mettent en évidence, pour les variables étudiées, les principales zones de risque ou opportunités auxquelles la société évaluée est confrontée.

Pour passer de la valeur d'entreprise, obtenue par la méthode DCF, à la valeur des capitaux propres, les évaluateurs ont retranché la valeur de l'endettement net de la société.

Les évaluateurs ont rarement mis en évidence les travaux qui leur ont permis de s'assurer de la cohérence des résultats.

#### 4.2. Le rendement

Cette méthode est basée sur l'actualisation des flux prévisionnels de dividendes. Elle a été généralement écartée du fait de la difficulté de prévoir ce type de flux futurs.

La méthode du rendement a été retenue dans une seule opération. L'évaluateur a expliqué que la société cible était détenue à parité par les initiatrices et que les flux de dividendes sont calculés sur la base d'hypothèses résultant du protocole d'accord entre ces deux sociétés.

## 5. L'approche analogique

### 5.1. La méthode des multiples boursiers

La méthode des multiples boursiers a été la méthode la plus utilisée après celle des DCF.

Néanmoins, cette méthode a parfois été écartée par les évaluateurs au motif qu'elle ne permet pas de prendre en compte le retournement de la société à évaluer ou les fruits attendus des différents projets de développement mis en place.

Les évaluateurs ont parfois recouru à un consensus d'analystes pour construire les projections financières des sociétés de l'échantillon et celles de la société à évaluer dans certaines opérations.

#### *a) Echantillon des sociétés comparables*

Les évaluateurs ont retenu un ou plusieurs échantillons de sociétés comparables qui comprenaient entre 2 et 40 entreprises similaires, la moyenne s'établissant à 6,5.

Les principaux critères ayant été pris en compte dans la construction de l'échantillon étaient l'activité, la présence géographique, la croissance des résultats et la taille.

Généralement, les évaluateurs ont indiqué quel cours de bourse ils ont pris en compte (moyenne un mois, moyenne trois mois) dans le calcul de la capitalisation boursière des comparables. Ils n'ont pas procédé à une analyse détaillée du cours de bourse (flottant, liquidité...).

#### *b) Les multiples choisis*

Les multiples d'Excédent Brut d'Exploitation (EV/EBE) ont été retenus dans la majorité des cas. Les multiples de chiffre d'affaires (EV/CA), de résultat d'exploitation (EV/REX), d'EBITA (EV/EBITA) ainsi que le PER sont également utilisés. D'autres multiples (EV/R&D, EV/Actif Net...) ont été utilisés subsidiairement.

Le choix des multiples n'est pas forcément explicite. On peut toutefois faire un parallèle entre le secteur de la société à évaluer et les multiples choisis. Les banques ont retenu ainsi les mêmes multiples lorsqu'elles évaluaient des sociétés du secteur bancaire ou de la grande distribution.

##### (i) Les multiples de résultat net

Dans une opération portant sur un établissement bancaire, l'évaluateur estime que les banques sont traditionnellement évaluées par référence à leur résultat net et à leurs fonds propres. Son analyse s'est ainsi concentrée sur les multiples de résultats nets (PER, P/FP). Cette approche est confirmée par des opérations plus anciennes. Lors d'une OPR RO portant sur les titres d'un établissement du même secteur, l'évaluateur avait retenu les mêmes multiples.

##### (ii) Le multiple du chiffre d'affaires

Il s'agit d'évaluer l'entreprise sur la base d'un coefficient multiplicateur des ventes.

Le multiple, noté VE / CA, correspond à l'un des multiples privilégiés pour l'évaluation d'une structure de distribution.

Ce multiple ne tient toutefois pas compte de la rentabilité.

Il faut noter que le multiple du chiffre d'affaires a également été utilisé dans l'évaluation des titres de sociétés du secteur des nouvelles technologies.

(iii) Le multiple de l'excédent brut d'exploitation

En utilisant ce multiple, l'évaluateur raisonne au niveau du résultat d'exploitation avant dotation aux amortissements. Il se focalise sur l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE). C'est un indicateur de rentabilité opérationnelle. Il fait abstraction de la politique d'investissement et de l'évolution des stocks.

Ne prenant pas en compte les politiques d'amortissement, les évaluateurs l'ont retenu pour évaluer des sociétés du secteur des télécommunications lors des OPR RO présentées en 2003.

Il a également été retenu par un évaluateur dans une opération portant sur les titres d'une société de distribution. L'évaluateur a en effet estimé que ce multiple est le plus proche du cash flow opérationnel et que le résultat obtenu est le moins déformé par les pratiques comptables.

(iv) Multiple du PER

Le multiple du PER intègre la politique de financement du développement. Des distorsions importantes peuvent apparaître en cas de différences significatives entre les niveaux d'endettement financier net.

Il a été utilisé dans 30% des OPR RO présentées en 2003.

(v) Autres multiples

*Multiples de capitalisation boursière* (Capi / revenus ; Capi / PNB). Ils permettent d'éviter le biais de l'approximation de la trésorerie nette des sociétés de l'échantillon.

*Ratio de capitalisation du cash flow libre*. Ce multiple présente un intérêt pour évaluer des sociétés fortement endettées. Il a été utilisé en 2003 pour évaluer une société de téléphonie mobile.

*d) Les décotes*

Dans une opération, l'évaluateur a appliqué une décote de 30% aux multiples de l'échantillon des comparables pour tenir compte de la taille significativement inférieure de la cible par rapport à celle des sociétés de l'échantillon. L'évaluateur l'a justifié par le fait qu'il existe une relation croissante entre la capitalisation des sociétés et leur multiple d'EBITA.

5.2. Les transactions comparables

L'échantillon retenu est établi à partir des informations disponibles sur les transactions récentes constatées dans le même secteur (cession de contrôle, fusion...).

En retenant le prix de l'acquéreur, le multiple obtenu peut intégrer une prime de contrôle payée pour obtenir le contrôle de la cible qui valorise une quote-part des synergies anticipées. Ce constat a conduit certains évaluateurs en 2003 dans le cadre des OPR RO à écarter cette méthode.

## **6. La comparaison du prix offert au cours de bourse**

La référence au cours de bourse est un critère pertinent de valorisation dans le cadre d'une approche multicritères. Dans tous les cas étudiés, l'évaluateur le prend en considération. En s'appuyant sur la liquidité du titre, sur le flottant ou sur le fait que l'émetteur est ou non suivi par un bureau d'étude, il détermine si les cours historiques doivent être retenus ou non. Dans la majorité des cas, il a conclu à leur absence de pertinence.

## **7. La méthode patrimoniale**

La méthode patrimoniale revient à évaluer séparément les différents actifs et engagements de l'entreprise et à en faire la somme algébrique. Elle recouvre la référence à l'Actif Net Comptable et la méthode de l'Actif Net Réévalué.

### **7.1. L'Actif Net Comptable**

La quasi-totalité des offres présentées en 2003 proposait un prix supérieur à l'actif net comptable par action. Seule une OPR RO proposait un prix inférieur.

La référence à l'Actif Net Comptable a généralement été écartée dans les OPR RO présentées en 2003 par les évaluateurs. Ils ont estimé qu'elle ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle ou future d'une société ou d'un groupe de sociétés, et n'intègre pas les valeurs de marché constatées des principaux actifs nécessaires à l'exploitation.

Elle a toutefois été retenue dans une opération au motif que si elle «ne tient pas compte des perspectives d'évolution (de la cible) et de la rentabilité de son exploitation, (elle) constitue néanmoins une référence objective de valorisation qui doit être appréhendée comme une valeur minimale pour la société ».

### **7.2. L'Actif Net Réévalué**

Les actifs réévalués étaient des actifs corporels ou incorporels (marque, participations financières). Dans ses travaux, l'évaluateur a eu le plus souvent recours à un expert. Il a pris en compte les impacts fiscaux de la réévaluation.

Cette méthode a été utilisée par les évaluateurs dans la moitié des OPR RO présentées en 2003. Les évaluateurs ont considéré que la méthode de l'actif net réévalué est appropriée pour les sociétés holding, les institutions financières et les sociétés foncières.

## **8. Les autres méthodes**

Deux autres méthodes ont été utilisées à titre subsidiaire par les évaluateurs :

- le modèle de Bates a été utilisé dans quatre OPR RO en 2003 dont trois ont été présentées par le même évaluateur ;
- la référence à d'autres opérations sur le titre de la société visée.

Enfin dans une opération présentée en 2003, le Conseil des Marchés Financiers a fait référence à la valeur comptable de la cible dans les comptes de l'initiatrice dans la mesure où elle était « sous tendue par un exercice de valorisation développé par l'initiateur sous le contrôle des commissaires aux comptes ». La prise en considération de cette valeur ne remettait pas en cause le prix proposé. Cette méthode n'était pas retenue par les évaluateurs.

## 9. La synthèse des valorisations

Les évaluateurs ont retenu pour chacune des méthodes sélectionnées une fourchette de résultats et ont mis en évidence une valeur médiane.

Le prix offert aux actionnaires s'est situé dans la fourchette haute des évaluations effectuées et correspondait le plus souvent à la valeur la plus élevée.

## IV. Comparaisons avec l'année 1994

En 1994, 13 offres publiques de retrait avec retrait obligatoire ont été réalisées<sup>10</sup>.

### 1. Les méthodes d'évaluation utilisées

L'approche patrimoniale (Actif Net Comptable et Actif Net Réévalué) et les multiples boursiers ont été utilisés dans la quasi-totalité des cas (dix cas sur treize).

Suivent la méthode DCF (sept cas sur treize), les cours boursiers (cinq cas sur treize), les multiples de transaction (cinq cas sur treize), et les dividendes (trois cas sur treize). Les évaluateurs ont également utilisé la méthode de Bates et la référence à une opération antérieure sur le titre.

### 2. La méthode des multiples

#### *L'échantillon*

Dans la majorité des cas, un seul échantillon a été retenu. Il réunissait en moyenne six sociétés.

L'échantillon a été déterminé à partir de l'activité, de la croissance, et de la marge des sociétés comparables.

#### *Les multiples utilisés*

Les multiples les plus utilisés ont été le PER, les multiples d'excédent brut d'exploitation et du chiffre d'affaires. Dans la catégorie « autres multiples », on a pu noter la place de l'actif net.

---

<sup>10</sup> L'ensemble de ces opérations a été analysé grâce aux notes d'information publiées sur le site de l'AMF et aux rapports d'évaluation consultés auprès de la Direction des Emetteurs.

### 3. Le cours de bourse historique

Les évaluateurs ont pris en compte des moyennes pondérées du cours (12, 6, 3 mois) et généralement le cours de clôture. Dans la majorité des cas, le prix offert dans le cadre de l'OPR RO s'établissait au-dessus de la plus basse des moyennes.

### 4. La méthode DCF

#### *Durée de l'échéancier de flux*

La durée du business plan prise en compte dans l'évaluation variait de 4 à 10 ans. En moyenne, les évaluateurs ont retenu une projection des flux de trésorerie sur comprise entre 5 et 6 ans.

#### *Taux actualisation retenu*

Les évaluateurs ont détaillé dans la quasi-totalité des cas le calcul du taux d'actualisation (Coût Moyen Pondéré du Capital). Ils l'ont établi entre 8.1% et 13.3%.

Les rapports d'évaluation mentionnaient rarement le coût des fonds propres et le coût de la dette sur lesquels à partir desquels le CMPC est calculé. Lorsqu'ils les ont révélés, ils les ont établis respectivement entre 10.3% et 13.3% et entre 8.05% et 8.4%. Le taux sans risque retenu était dans la quasi-totalité des cas l'OAT à 10 ans. La prime de risque de marché s'établissait dans une fourchette de 2.4% à 4%.

#### *Calcul de la valeur terminale*

Le calcul de la valeur terminale a été effectué en retenant un taux de croissance à l'infini.

Dans près de la moitié des cas, les évaluateurs ont procédé à une analyse de sensibilité du résultat obtenu au taux de croissance à l'infini et /ou au Coût Moyen Pondéré du Capital.

### Conclusion

Les constats suivants peuvent être formulés concernant la mise en oeuvre des méthodes d'évaluation entre 1994 et 2003 :

- ✓ on observe un recours accru à la méthode DCF, la durée de l'échéancier des flux s'allongeant par ailleurs ;
- ✓ les approches patrimoniales (ANC, ANR) reculent ;
- ✓ la méthode des comparables boursiers reste très utilisée. Les multiples ont cependant évolué : le multiple d'actif net devient minoritaire au profit du multiple du résultat d'exploitation.