

DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

L'évaluation financière indépendante, nouvelle protection des actionnaires ?



Hubert de Vauplane

BNP Paribas
Université
Paris II -
Panthéon-Assas

Le rapport de l'AMF sur l'amélioration de la protection des minoritaires et du marché en cas de rapprochements de sociétés recommande de systématiser le recours à l'expertise indépendante.

Apparue réglementairement depuis plus de dix ans dans les cartons de l'Offre publique de retrait obligatoire, l'expertise indépendante vit une profonde mutation. Le rapport du groupe de travail de l'AMF présidé par Jean-Michel Naulot propose 25 recommandations visant à améliorer la protection des minoritaires et du marché en cas de rapprochement de sociétés.

Pour aller à l'essentiel, le rapport recommande de systématiser le recours à l'expertise indépendante toutes les fois où les actionnaires minoritaires seraient placés dans une situation d'appréciation des conséquences financières d'une opération de marché. Il s'agit donc de permettre à ceux-ci de disposer des éléments les plus objectifs afin d'opérer leur choix.

Il s'agit là d'un profond changement par rapport aux pratiques actuelles où le recours à l'expert indépendant, sauf cas de l'offre publique de rachat obligatoire (OPRO), était dans les faits plus envisagé aux fins de conforter la société initiatrice et ses organes

de gestion dans leur propre évaluation financière. L'on passerait ainsi d'une logique de protection de la société initiatrice à celle d'une protection des actionnaires minoritaires. Ce qui explique la clarification terminologique proposée : le label "Attestation d'équité" serait ainsi réservé aux seules attestations délivrées conformément aux conditions posées par le règlement général de l'AMF (recommandation 12). Certes, il serait toujours possible à la société initiatrice de demander un travail de valorisation à un tiers, tout comme la société cible pourrait, elle aussi, s'entourer de l'expertise de valorisation par des experts, mais dès lors que ces travaux ne répondraient pas aux normes posées par le régulateur, ils ne pourraient prétendre utiliser l'expression d'"attestation d'équité". Pour arriver à cette fin, le rapport, remis au Collège de l'AMF

et ouvert à consultation, propose une modification assez radicale des conditions de recours à l'expertise indépendante.

■ L'organisation de la profession. L'expertise indépendante constitue-t-elle une profession... indépendante?

C'est ce que semblent considérer les membres du rapport selon lesquels "la profession d'expert indépendant [...] devrait répondre à des normes précises" (recommandation 11). La réalité est toutefois plus complexe : qu'y a-t-il de commun entre une grande banque d'affaires internationale réalisant des travaux de valorisation pour le compte de ses clients dans le cadre de son activité de conseil, et un expert-comptable ? Sans émettre aucun jugement qualitatif ou de valeur, l'on ne peut que constater qu'il existe de grandes différences de moyens – humains, matériels et financiers – entre ces deux catégories d'acteurs. Mais au-delà de la différence de "statut" entre les intervenants, n'est-ce pas aussi une

« L'apport majeur du rapport réside dans les conditions de nomination de l'expert. Celui-ci ne serait plus désigné par les organes de gestion de la société initiatrice, mais par la société cible elle-même. »

différence de profil ? Une grande banque d'affaires est sans doute plus proche d'un grand cabinet d'audit international qu'une petite banque d'affaires régionale. L'on rétorquera qu'il ne s'agit là que d'une question de degrés et non de nature, tous ces intervenants effectuant des travaux de valorisation financière. Mais, peut-on réellement considérer que les objectifs commerciaux des uns et des autres soient identiques ? Autrement dit, y a-t-il une véritable communauté d'intérêts qui justifierait l'appartenance à un groupe spécifique et identifiable ? Sans prétendre apporter une réponse à cette question, il est symptomatique de constater que le groupe de travail estime que la meilleure voie pour cette "profession" réside dans l'autorégulation (recommandations 17 et 18), laquelle passerait par l'agrément par l'AMF des associations professionnelles représentatives (recommandation 20). L'histoire financière est riche d'exemples de déchirements entre associations censées représenter une profession.

■ **Les missions de l'expert.** L'apport majeur du rapport réside dans les conditions de nomination de l'expert. Celui-ci ne serait plus désigné par les organes de gestion de la société initiatrice, mais par la société cible elle-même (recommandation 2). Ce changement souligne l'inversion du rôle de l'expert dont la mission résiderait dorénavant non plus dans une simple appréciation des travaux de la banque conseil, mais dans une véritable évaluation financière de la société (recommandation 4). Autrement dit, l'expert devra effectuer lui-même un "travail complet" dont les conditions (rémunération, diligences, avis motivé du conseil d'administration) seraient fixées au cas par cas par la société cible (recommandation 3), et selon des modalités connues du public et du conseil d'administration, et non plus réservées au seul bénéficiaire des dirigeants (recommandation 5). Ce changement vise à assurer les conditions d'un travail vérita-

ACTUALITÉ EN BREF

OICV

Rapport sur la fonction conformité chez les intermédiaires financiers

● Alors que la modification du règlement 97-02 conduit en France au renforcement de la fonction conformité dans les banques, l'OICV a publié en avril 2005 un rapport sur la fonction conformité chez les intermédiaires financiers. L'Organisation internationale des commissions de valeurs

mobilières avait déjà publié en mai 2003 des "Principes et objectifs de la réglementation des activités financières" où était déjà soulignée la nécessité pour les intermédiaires de mettre en place des procédures permettant d'assurer la protection des intérêts des clients et l'intégrité des

marchés, notamment en s'assurant de la conformité de leurs opérations par rapport aux lois et règlements. Le nouveau rapport propose à la consultation de nouveaux principes communs à la fonction conformité.

Joint Forum BRI / OICV

Rapport sur les opérations de transfert de risque de crédit

● Les opérations de transfert de risque de crédit font l'objet depuis plusieurs mois de toute l'attention des régulateurs bancaires. En effet, si ces opérations facilitent la gestion des risques, elles modifient les relations traditionnelles entre prêteurs et emprunteurs et créent de nouveaux types de relations, entre acheteurs et vendeurs de protection. Ces modifications conduisent les

régulateurs à s'interroger sur un certain nombre de questions, comme par exemple : à quelles fins ces produits sont-ils conçus ? Qui évalue le risque de crédit ? Comment se forment les prix des instruments de transfert de risque de crédit ? Depuis septembre 2003, le Forum de stabilité financière a développé un plan de travail afin de mieux appréhender et comprendre les enjeux nés du

développement du marché du transfert de risques de crédit. Le forum publia en octobre 2004 une première étude qui s'attachait principalement à décrire le fonctionnement du marché et de ses acteurs. Le rapport publié en mars 2005 reprend le même format en intégrant les commentaires reçus.

blement neutre sur la valorisation de la société cible.

Même si la jurisprudence n'a jamais jusqu'à ce jour considéré qu'un expert désigné et rémunéré par la société initiatrice n'était pas indépendant de celle-ci par nature, les cas de contestations se faisaient de plus en plus nombreux, notamment lorsque l'expert était par ailleurs en relations d'affaires avec l'initiateur (comme banque commerciale, banque d'affaires dans d'autres opérations, ou plus souvent comme actionnaire ou administrateur). C'est d'ailleurs pour éviter tout risque de conflit d'intérêts que le rapport préconise des cas d'interdiction, notamment en raison des liens de l'expert avec la société initiatrice et ses conseils, ou d'une manière générale toute condition ne permettant pas de délivrer un avis objectif sur l'opéra-

tion pour manque d'indépendance (recommandation 6).

■ **Le champ d'application des missions de l'expert.** Jusqu'alors limité par la loi aux seuls cas des OPRO, le champ d'application de l'expertise indépendante serait élargi de façon systématique en cas d'OPA volontaires, d'offre publique de rachat de ses propres actions (OPRA), d'augmentations de capital réservées, de fusions ainsi que dans quelques cas d'offres atypiques (recommandation 13). Cette extension souligne là encore le souci de protection des actionnaires minoritaires dans les opérations où leur situation patrimoniale risque d'être affectée (dilution, changement d'actionnaire majoritaire, etc.) par la valorisation retenue de leur société. Afin de donner tout

son sens à l'inversion des responsabilités de l'expert, et notamment afin de permettre au conseil d'administration de la société cible de pouvoir effectuer son choix en toute connaissance de cause, le rapport de l'expert devrait être présenté au conseil de celle-ci avant qu'il ne rende un avis motivé sur l'offre (recommandation 9). Il s'agit là d'éviter que les rapports d'expertise ne servent qu'à justifier une décision déjà prise par les organes de gestion de la société cible. De la même manière, il est recommandé que l'expert soit désigné "le plus en amont possible et puisse réaliser son rapport avant que l'offre ne soit annoncée, afin de pouvoir peser sur la fixation du prix" (recommandation 7). En effet, à quoi servirait un rapport si les dés sont déjà jetés ? C'est pourquoi il a aussi proposé que l'expert "dispose d'un délai minimum de vingt jours pour effectuer son travail, le rapport devant être rendu public dès le dépôt de l'offre" (recommandation 8). On se demande pourquoi préconiser un délai minimum à l'expert, d'autant plus qu'il s'agit d'un minimum standard, alors que les situations ne sont souvent pas comparables (quoi de commun entre une offre amicale et inamicale ?). Certes, l'expert doit pouvoir disposer du temps nécessaire pour l'accomplissement de son travail. Mais sera-t-il possible en vingt jours ou presque de faire un travail d'évaluation et d'analyse détaillé (et non plus uniquement de vérification de la pertinence des méthodes appliquées par la banque conseil) là où les conseils de l'initiateur auront pris des semaines, voire des mois ? En dehors de ces cas obligatoires, le rapport propose de recourir à une expertise indépendante dès lors que le conseil d'administration de la société visée "a un doute sur l'existence d'un éventuel conflit d'intérêts ou le sentiment de la nécessité d'un éclairage sur l'offre" (recommandation 11).

■ **Les méthodes d'évaluation.** On a vu que le rapport préconisait de réserver

l'expression d'attestation d'équité aux seuls travaux conformes aux normes posées par l'AMF. Il est toutefois regrettable que les experts du groupe de travail aient choisi cette expression qui ne reflète pas le changement profond de leur mission : leur travail ne consiste plus à "attester" de l'équité d'un prix en contrôlant les méthodes d'évaluation effectuée par un tiers, mais à procéder eux-mêmes à une valorisation indépendante afin de pouvoir, le cas échéant, recommander de l'équité du prix. Certes, le débat sur le caractère juste ou équitable du prix n'est pas tranché par les membres du groupe de travail. Ce n'était d'ailleurs pas ce que l'on attendait d'eux, la jurisprudence ayant tranché cette question en considérant que le prix retenu en matière d'OPRO ne devait pas forcément être équitable, et ce au nom de l'intérêt du marché. Le groupe de travail estime possible de réaffirmer le principe de l'analyse multicritère dans le cadre de la recevabilité des offres en élargissant la notion de prix minimum à la moyenne des 60 jours de bourse pour les OPR-RO et au prix le plus élevé payé par l'offrant dans l'année qui précède pour les OPA volontaires et obligatoires (recommandations 21 et 22).

Cependant, il n'est pas sûr que le droit communautaire autorise le recours à l'analyse multicritères comme principe guidant la détermination du prix. On sait en effet que la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition prévoit le principe d'un prix équitable (parfois aussi appelé juste, ce qui ne facilite pas la compréhension du lecteur français au regard de la jurisprudence précitée) applicable aux offres publiques, lequel est défini comme "le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant [...] pendant une période [...] de six mois au minimum à douze mois au maximum" (article 5.4). Certes la directive précitée prévoit bien des cas où les États

membres peuvent être autorisés à modifier le principe mentionné ci-dessus, mais il s'agit d'exceptions qui doivent respecter les principes généraux de la directive (art. 3). Il semble en effet que l'un des principes qui ait guidé les rédacteurs de la directive consiste à offrir le moins de prises possibles aux cas de contestations du prix d'offre. Or, le principe du prix le plus élevé payé par l'offrant à pour lui le mérite de la simplicité et d'absence de contestation. Réintroduire l'analyse multicritères, pour autant que cela soit possible, reviendrait à rouvrir la boîte des contestations judiciaires des décisions de l'AMF, ce qui conduit à allonger inutilement la durée des offres publiques. Mais il s'agit là d'un autre débat.

■ **Les adaptations du droit des offres publiques.** Le groupe de travail, anticipant les travaux de transposition de la directive OPA précitée, préconise d'autoriser les offres publiques de retrait, y compris en cas de retrait obligatoire dont le seuil serait par ailleurs abaissé à 90 %, sous forme de titres. Ces deux propositions vont dans le bon sens, même si l'on aurait souhaité différencier le seuil de déclenchement d'une OPR de celui d'une OPRO, par exemple en abaissant le premier à 90 % et en maintenant le second à 95 % et ce afin de souligner que l'OPR ne constitue pas une "seconde chance" pour l'actionnaire minoritaire. Quant à la possibilité de payer uniquement en titres en cas d'OPRO, il s'agit là d'une revendication exprimée depuis de nombreuses années par les professionnels qui considéraient ne pas faire de différence entre une fusion et une OPRO et s'étonnaient de l'interdiction de principe d'un règlement en titres. ■

« Jusqu'alors limité par la loi aux seuls cas des OPRO, le champ d'application de l'expertise indépendante serait élargi de façon systématique. »