



Éléments de réponse du Groupe de travail « Le Retrait Obligatoire » de l'APEI
à la consultation publique sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire
et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques
publiée par l'AMF le 16 septembre 2019

11 OCTOBRE 2019

Éléments de réponse du Groupe de travail « Le Retrait Obligatoire » de l'APEI
à la consultation publique sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire
et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques
publiée par l'AMF le 16 septembre 2019

Dans la perspective d'abaissement du seuil de 95% à 90% du capital et des droits de vote désormais acté à l'article 22 de la loi Pacte, et à la suite des propositions formulées par le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) concernant la réforme du retrait obligatoire de la cote (le « **RO** ») dans son rapport en date du 26 mars 2018, l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) a constitué en novembre 2018 un groupe de travail « Retrait Obligatoire » (le « **Groupe RO** ») pour réexaminer les modalités de mise en œuvre de l'expertise indépendante dans ce type d'offre publique et les enjeux qui s'y rattachent.

Le Groupe RO est constitué de représentants de plusieurs structures professionnelles membres de l'APEI :

- Olivier Courau (Finexsi)
- Olivier Cretté (Ledouble)
- Teddy Guerineau (Cabinet Didier Kling Expertises et Conseil)
- Maxime Hazim (Crowe HAF)
- Christophe Lambert (Finexsi)
- Philippe Leduc (Grant Thornton)
- Hugues de Noray (Advolis)
- Maurice Nussenbaum (Sorgem)
- Pascal de Rocquigny (BMA)

Laurent Durieux (Kepler Cheuvreux), membre de l'APEI, ainsi qu'une douzaine de personnes externes à l'APEI ont été auditionnés à titre consultatif par le Groupe RO au cours des six derniers mois, principalement autour de quatre thématiques liées au RO : le prix d'offre, l'information des actionnaires, le rôle de l'expert indépendant, les effets de la loi Pacte.

Au stade actuel de ses travaux et de ses auditions, et afin d'apporter sa contribution aux réflexions menées par le Groupe de travail de l'AMF sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, le Groupe RO adresse à l'AMF les observations suivantes en réponse aux 18 propositions (les « **Propositions** » et individuellement la « **Proposition** ») qu'elle a soumises, avec les modifications de textes qu'elles entraîneraient (règlement général de l'AMF, instruction AMF 2006-07, instruction AMF 2006-08, recommandation AMF 2006-15), à une consultation publique le 16 septembre 2019.

Le Groupe RO y rappelle également certaines propositions du « Rapport du groupe de travail de l'APEI sur le rapport Naulot 10 ans après » en date d'octobre 2016 qui lui semblent venir en écho aux Propositions.

L'un des principaux objectifs du Groupe RO consiste à sensibiliser les membres de l'APEI aux spécificités liées au RO et aux diligences particulières à mener dans un contexte d'offre visant le RO, en tant que « bonnes pratiques », et ce dans le contexte législatif et réglementaire en vigueur. C'est la raison pour laquelle les travaux en cours et conclusions du Groupe RO, de nature essentiellement technique, ne seront publiés qu'à l'issue de la consultation publique, lorsque le corpus juridique encadrant le RO sera stabilisé.

Observations générales

Le Groupe RO constate que le périmètre des Propositions est en définitive plus large que le champ de la lettre de mission en date du 6 mars 2019 adressée par M. Robert Ophele, Président de l'AMF, à Messieurs Thierry Philipponnat et Patrick Suet, membres du collège de l'AMF, et annexée aux Propositions, qui était en premier lieu circonscrit au retrait obligatoire : *« Il s'agira d'examiner comment la réglementation applicable au **retrait obligatoire** pourrait être améliorée, tant en ce qui concerne les conditions financières auxquelles il devrait être réalisé que s'agissant des travaux menés par l'expert indépendant sous le contrôle des organes sociaux de la société concernée.*

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

En ce qui concerne l'adhésion à une association professionnelle d'experts, le Groupe RO rappelle qu'aux termes de ses statuts, l'APEI a notamment pour objet de « *promouvoir l'expertise financière indépendante au sens du Règlement Général de l'AMF et de rassembler les professionnels intervenant dans ce domaine* » ; dès lors, un membre de l'APEI se prévalant de son appartenance à l'association dans le contexte d'une offre publique ne peut intervenir qu'en qualité d'expert indépendant désigné conformément aux dispositions des articles 261-1 à 261-4 du règlement général de l'AMF (« **l'Expert Indépendant** »).

Nous retenons de nos auditions à ce jour auprès d'interlocuteurs présentant différents profils (investisseurs, avocats et juriste, établissements financiers), le constat partagé du bon déroulement dans l'ensemble des processus d'offre, ainsi que l'attachement de nos interlocuteurs, quel qu'en soit le profil, à la nécessité pour l'Expert Indépendant de préserver à la fois ses marges de manœuvre dans l'exécution de sa mission et son libre arbitre dans la restitution de ses travaux et de sa conclusion sous la forme de l'attestation d'équité.

Remarque liminaire

Les observations contenues dans le présent document en tant qu'éléments de réponse aux Propositions sont issues des réflexions du Groupe RO ; elles ne sauraient engager ni les personnes auditionnées, ni les membres de l'APEI en dehors du Groupe RO, lesquels sont susceptibles de répondre individuellement ou/et par le truchement de leurs institutions à la consultation publique de l'AMF.

Proposition 1 :

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

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

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

À l'appui des recommandations du rapport Naulot présenté au collège de l'AMF le 31 mars 2005 et à l'issue de la promulgation de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition ayant transposé la directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition (directive OPA), le principe de l'agrément de l'expert indépendant par l'AMF a été supprimé, de sorte qu'il incombe à la société visée par une offre publique de nommer l'Expert Indépendant conformément aux dispositions des articles 261-1 à 261-4 du règlement général de l'AMF, le cas échéant en prenant préalablement attache auprès de l'AMF si les circonstances le justifient ; le contenu du rapport de l'Expert Indépendant incluant en conclusion l'attestation d'équité est encadré par le règlement général, en ce comprise l'instruction AMF 2006-08, et la recommandation AMF 2006-15.

La différenciation du mode de désignation de l'Expert Indépendant selon la présence ou non d'administrateurs indépendants est de nature à fragmenter la responsabilité de l'organe compétent pris dans son ensemble et, en tant que tel, responsable vis-à-vis des tiers parmi lesquels les actionnaires.

Le Groupe RO souligne l'importance, quelle que soit la composition de l'organe compétent de la société visée par l'offre, de la transparence dans le processus de désignation de l'Expert Indépendant et l'exposé des raisons qui ont conduit à le désigner, par référence aux modalités prévues dans la Proposition 5 et la Proposition 10 ; dans tous les cas de figure, la responsabilité de l'organe compétent concernant le choix de l'Expert Indépendant est à préserver.

Le « Rapport du groupe de travail de l'APEI sur le rapport Naulot : 10 ans après » (pp. 12/35-13/35) recommande que l'Expert Indépendant soit nommé, « *sous l'égide des associations professionnelles agréées par l'AMF, dont le rôle serait ainsi renforcé* », par la mise à disposition des organes compétents des sociétés visées par une offre publique, d' « *une liste d'experts indépendants reconnus comme adhérent aux bonnes pratiques et disposant des moyens requis* » (matériels et humains).

À titre subsidiaire, si la justification de la proposition d'honoraires et le descriptif des diligences de l'Expert Indépendant au vu des informations disponibles font usuellement partie des informations requises par l'organe compétent auprès de l'Expert Indépendant préalablement à sa désignation, l'élaboration par l'Expert Indépendant d'un programme de travail détaillé qui va de pair avec l'établissement d'une lettre de mission destinée à l'organe compétent de la société visée par l'offre ne peut en revanche être envisagée qu'à l'issue de sa nomination.

Proposition 2 :

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

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

Le Groupe RO est favorable à la Proposition 2, qui pourrait techniquement être élargie à l'ensemble des offres, à l'exception, par définition, des offres publiques de rachat et des offres donnant lieu au dépôt auprès de l'AMF de notes d'information conjointes.

Nous comprenons, sans partager totalement ce point de vue, que la restriction de ce dispositif aux seules offres de « fermeture » (l'initiateur détenant au moins 50% du capital et des droits de vote de la société visée par l'offre) dans la Proposition 2 présume qu'en cas d'offre de « prise de contrôle » (l'initiateur détenant moins de 50% du capital ou des droits de vote de la société visée par l'offre), le dépôt du projet d'offre ne ferait que confirmer les intentions de l'initiateur annoncées préalablement, et qu'en conséquence, la dissociation du dépôt du projet de note de l'initiateur et de celui du projet de note en réponse serait moins déterminante pour la bonne information des actionnaires minoritaires que dans le cas d'une offre de fermeture dont le *timing*, à la main de l'actionnaire majoritaire, pourrait être précipité.

Pour sa part, le Groupe RO peut témoigner de l'existence d'offres de prise de contrôle pour lesquelles le décalage temporel entre le dépôt du projet de note d'information de l'initiateur et celui du projet de note en réponse aurait vraisemblablement pu éviter des incompréhensions de la part des actionnaires minoritaires, en facilitant notamment le contact avec l'Expert Indépendant, et est donc favorable à l'extension de cette déconnexion du dépôt des deux projets de notes d'information à l'ensemble des offres (à l'exception comme précisé *supra* des offres publiques de rachat et des offres présentées conjointement par l'initiateur et la société visée).

La Proposition 2, quelle que soit en définitive son champ d'application, pourrait potentiellement réduire la pratique de l'addendum à laquelle l'Expert Indépendant doit s'il y a lieu se soumettre pour répondre aux observations des actionnaires minoritaires parvenues tardivement dans le calendrier de l'offre ; le dépôt différé du projet de note d'information en réponse de la société visée par l'offre par rapport au projet de note d'information de l'initiateur ne préjuge toutefois pas du temps nécessaire à l'Expert Indépendant pour examiner les observations formulées durant ce créneau minimum d'une quinzaine de jours de négociation par les actionnaires minoritaires, lesquels conservent en outre la liberté de s'exprimer au-delà du dépôt du projet de note d'information en réponse.

Proposition 3 :

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

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

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

Le Groupe RO est favorable à la Proposition 3, et plus généralement à toute disposition permettant l'implication de l'Expert Indépendant et la prise de contact avec lui des actionnaires minoritaires le plus en amont possible dans le processus d'offre.

À ce titre, le « Rapport du groupe de travail de l'APEI sur le rapport Naulot 10 ans après » mentionne (p. 29/35) que :

- « *la pratique d'une réunion entre les actionnaires minoritaires et l'expert indépendant semblerait pouvoir être systématisée dès lors qu'elle se situe le plus en amont possible de la mission de l'expert indépendant* » ;
- « *les courriers d'actionnaires minoritaires adressés à l'AMF et les demandes de compléments d'information ou interrogations adressées à la Cible devraient être systématiquement transmises à l'expert indépendant dès réception et de façon désanonymisée* ».

Les échanges tripartites, concernant toute demande formulée par les actionnaires minoritaires, entre l'AMF, l'Expert Indépendant et les membres du comité ad hoc ou à défaut du représentant de l'organe compétent l'ayant désigné, en faciliteraient l'examen conjoint.

Dans cette logique de transparence et de fluidité des informations en provenance des actionnaires minoritaires, le contenu de la boîte dédiée pour les offres publiques mise à disposition par l'AMF devrait être porté, pour les éléments qui les concerne, à la connaissance de l'Expert Indépendant et de l'organe compétent de la société visée par l'offre.

Les observations des actionnaires minoritaires ne peuvent en tout état de cause être prises en considération que dès lors qu'elles sont argumentées et qu'elles ont été formalisées par écrit.

Proposition 4 :

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

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

Le Groupe RO est favorable à la Proposition 4, tout en indiquant :

- qu'il appartient également à l'organe compétent de répondre aux arguments présentés par les actionnaires minoritaires sur les questions n'entrant pas dans les attributions de l'Expert Indépendant, lequel, aux termes de l'article 262-1.I du règlement général de l'AMF « *établit un rapport sur les conditions **financières** de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé dans une instruction de l'AMF* » ;

- que l'Expert Indépendant ne peut être considéré comme une chambre d'enregistrement de l'ensemble des observations qui lui sont directement ou indirectement adressées par les actionnaires, et qu'il doit lui être laissée la responsabilité, après avoir examiné la globalité de ces observations et en avoir fait la synthèse, d'exercer son jugement pour apprécier et justifier celles entrant ou non dans le champ de ses compétences.

Proposition 5 :

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

- le processus de nomination de l'expert et les raisons qui ont conduit l'organe d'administration à retenir ledit expert (les raisons qui ont justifié la nomination de l'expert : expérience, composition et qualification de l'équipe dédiée à la mission et moyens matériels...), ainsi que les fondements juridiques de la désignation de l'expert (lettre de mission) - *cf.* aussi proposition 11 ;
- la liste des réunions tenues et des thèmes et problématiques traités ;
- la mention que toutes les données prévisionnelles, concernant notamment le plan d'affaires, ont été transmises à l'expert indépendant et établies selon les procédures habituelles de la société visée (*cf.* aussi proposition 13), ainsi que le fait qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles (ou, dans le cas contraire, qu'elles ont été communiquées à l'expert et le traitement qui leur a été réservé) ;
- l'explication des éventuelles différences entre le nouveau plan d'affaires transmis à l'expert indépendant et la communication financière antérieure de la société ; et
- la prise en compte dans l'avis motivé des principales observations écrites présentées par les actionnaires minoritaires par une réponse circonstanciée, le cas échéant, en lien avec l'expert indépendant (*cf.* aussi proposition 4).

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

Le Groupe RO est favorable à la Proposition 5, étant toutefois précisé que :

- les informations relatives aux données prévisionnelles les plus récentes, dès lors qu'elles sont portées à la connaissance du public, doivent être exprimées dans l'avis motivé de l'organe compétent en préservant la situation concurrentielle de la société visée par l'offre ;
- comme rappelé par le Groupe RO au stade de la Proposition 16, l'Expert Indépendant n'est pas dispensateur d'informations confidentielles, au risque d'enfreindre le secret professionnel et le secret des affaires ;
- le lien entre l'avis motivé de l'organe compétent et le rapport de l'Expert Indépendant concernant les observations écrites présentées par les actionnaires minoritaires est nécessaire pour départager les responsabilités entre l'organe compétent et l'Expert Indépendant, comme indiqué en réponse à la Proposition 4, et matérialiser que ces observations ont été exhaustivement examinées de part et d'autre.

Proposition 6 :

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

Niveau réglementaire cible : instruction sur les offres.

Le Groupe RO est favorable à la Proposition 6.

Proposition 7 :

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

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

Niveau réglementaire cible : règlement général et instruction sur les offres

Le Groupe RO prend acte de l'information incombant à l'initiateur sur le prix plancher énoncée dans la Proposition 7, étant précisé :

- qu'indépendamment du prix plancher tel que défini conventionnellement, il appartient à l'Expert Indépendant, à l'appui des méthodes et références d'évaluation qu'il retient, d'apprécier l'équité du prix d'offre dans le contexte spécifique de l'opération ;
- la probabilité de survenance d'événements significatifs de nature à relativiser la pertinence du prix plancher d'un point de vue financier augmente à raison de l'allongement des périodes de référence ; à cet égard, la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes sur 250 jours de négociation paraît très longue, de même que le délai de référence de 18 mois pour retenir une opération significative sur le capital.

Proposition 8 :

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

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

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

Il est de la responsabilité des dirigeants et de l'organe compétent de la société visée par l'offre, tant vis-à-vis de l'AMF que de l'Expert Indépendant, en fonction des dispositions contractuelles relatives au fait déclencheur du complément de prix, d'initier le moment venu la mission complémentaire confiée à l'Expert Indépendant, laquelle ne peut consister qu'en une valorisation du complément de prix (et non en un suivi de son exécution au sens d'une mission de « *back office* » et de « veille » sur plusieurs années, d'autant moins envisageable si la société visée par l'offre est retirée de la cote et n'est plus soumise aux obligations d'information inhérentes à la cotation), dès lors que ce complément de prix n'aurait pas pu être chiffré au stade du dépôt du projet d'offre.

En phase ultime de RO, l'initiateur a *de facto* repris la direction et intégré la gouvernance de la société visée par l'offre ; il lui revient donc alors de déclencher la mission complémentaire de l'Expert Indépendant au titre de la vérification du complément de prix.

Proposition 9 :

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

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

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

S'agissant de la mise en conformité avec la loi Pacte du Code de commerce et du règlement général sur les seuils susmentionnés, la Proposition 9 n'appelle pas de commentaire de la part du Groupe RO.

Proposition 10 :

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

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

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

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

Le Groupe RO est favorable à une pratique permettant systématiquement aux professionnels consultés dans le cadre d'un appel d'offres d'apprécier de façon précise et exhaustive la mission au titre de laquelle ils sont sollicités, ce qui éradiquerait la pratique encore fréquente et préjudiciable à maints égards des appels d'offres « à l'aveugle ».

Pour autant, au stade de la décision de le nommer, sauf à remettre en cause l'indépendance de l'expert qui, bien que désigné par l'organe compétent de la société visée par l'offre, n'en est pour autant ni le prestataire ni le conseil, la « lettre de mission » qui lui sera remise, dont le Groupe RO suggère qu'elle soit renommée « lettre de cadrage », doit se limiter strictement aux points précités, par référence notamment à l'article 261-1. I et II du règlement général de l'AMF en ce qui concerne respectivement les situations éventuelles (et non exhaustives) de conflits d'intérêt et la perspective d'un RO.

Il n'appartient pas à l'organe compétent de la société visée par l'offre de définir les travaux de l'Expert Indépendant, dont lui seul assume la responsabilité sur le plan technique et de la conformité aux dispositions légales et réglementaires.

Proposition 11 :

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

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

Le Groupe RO ne formule pas d'autres observations au titre de la Proposition 11 que celles mentionnées *supra* en lien avec la Proposition 10.

Proposition 12 :

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

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

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

Le Groupe RO est favorable à l'allongement du délai minimum de remise du rapport de l'Expert Indépendant, à compter de la réception de l'ensemble des documents nécessaires à son élaboration, de 15 à 20 jours de négociation.

Les diligences nécessaires à l'émission d'une seconde attestation d'équité, dans le *continuum* d'une opération d'ensemble, ne sont pas nécessairement moins longues que pour l'émission de la première attestation d'équité, et peuvent être d'une nature sensiblement, voire radicalement différente lorsque par exemple la première étape de l'opération, modifiant la structure capitalistique de la société considérée, induit des effets dilutifs ou relutifs ayant une incidence sur l'appréciation du prix d'offre au vu de l'évolution de la situation des actionnaires minoritaires au stade de la seconde étape de l'opération.

Il est important pour l'Expert Indépendant, même dans le cas d'une mission complémentaire, de pouvoir se prévaloir du délai minimum de 20 jours de négociation tel que fixé réglementairement, conditionnant la délivrance de son rapport incluant l'attestation d'équité par rapport à la date de réception des documents nécessaires à son élaboration.

Proposition 13 :

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

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

Niveau réglementaire cible : instruction expertise indépendante.

L'Expert Indépendant ne peut garantir à lui seul que toutes les informations utiles à sa mission lui ont été transmises, cette assurance ne pouvant être formellement obtenue que de la part de ses interlocuteurs au travers de lettres d'affirmation, dont le Groupe RO considère à ce titre qu'elles devraient être rendues obligatoires dans l'instruction AMF 2006-08 ; *a contrario* l'Expert Indépendant doit détailler dans son rapport les sources documentaires auxquelles il s'est référé.

Si l'Expert Indépendant estime pour sa part que toutes les informations utiles à sa mission ne lui ont pas été transmises, la délivrance de l'attestation d'équité s'en trouve *de facto* compromise, entraînant les conséquences indiquées dans la Proposition 14.

Aux termes de la recommandation AMF 2006-15, « *L'expert a accès à toutes les informations utiles à la réalisation de sa mission* » et « *en outre accès aux données nécessaires à l'appréciation des synergies attendues dans le cadre de l'opération étudiée lorsque leur montant est rendu public conformément à l'art. 2.3° f) de l'Instruction AMF n° 2006-7 du 25 juillet 2006 et notamment en cas d'offre publique d'échange* ». L'accès aux données prévisionnelles établies par l'initiateur, souvent partie intégrante du dossier de financement de l'offre, ne se limite pas aux besoins des expertises indépendantes menées dans le cadre des offres publiques d'échange ; il devrait pouvoir être imposé systématiquement, à l'appui des dispositions réglementaires et sous couvert du respect du secret professionnel et du secret des affaires auquel l'Expert Indépendant est astreint (cf. réponse à la Proposition 16), étant en particulier la condition *sine qua non* permettant à l'Expert Indépendant, outre la vérification de la cohérence des projections *stand alone* de l'initiateur concernant la société visée par l'offre avec celles qui lui sont présentées par cette dernière :

- de mettre en perspective les niveaux de primes induites par le prix d'offre avec les différentes méthodes et références d'évaluation qu'il a mobilisées pour apprécier la valeur fondamentale de la société visée par l'offre, et
- par là même de mettre en œuvre des diligences pour apprécier, à la double condition que leur chiffrage ait été rendu public et que leur répartition entre l'initiateur et la société visée soit documentée, les synergies qui pourraient être attendues de l'opération.

Dans le même registre, il serait utile que la genèse de l'offre soit retranscrite dans les notes d'information de l'initiateur et le cas échéant de la cible, afin de contextualiser l'opération et d'apporter un éclairage sur la formation du prix d'offre auquel l'Expert Indépendant confronte son évaluation multicritère des titres de la société visée par l'offre ainsi que son analyse des accords connexes, sans avoir été partie aux négociations ayant présidé à la fixation du prix d'offre et à la conception de ces accords.

Proposition 14 :

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

Niveau réglementaire cible : instruction sur l'expertise indépendante.

Le « Rapport du groupe de travail de l'APEI sur le rapport Naulot : 10 ans après » (p. 26/35) propose que soit précisée dans le règlement général de l'AMF l'obligation pour l'Expert Indépendant « *d'alerter l'AMF dès lors que l'information reçue s'avère insuffisante et de nature à conduire à déposer un rapport en l'état ne comportant pas de conclusion sur le caractère de l'offre* ».

Indépendamment du niveau réglementaire cible (règlement général *versus* instruction sur l'expertise indépendante), le dépôt d'un rapport « en l'état » et sans suite, ne pourrait être envisagé qu'en dernier lieu, en cas d'impasse définitive dans le respect des délais ou/et dans l'obtention de la documentation conditionnant l'établissement de l'attestation d'équité (Proposition n° 12), ce qui aboutirait *de facto* au refus de la conformité de l'offre de la part de l'AMF.

Proposition 15 :

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

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

La contextualisation de l'équité au regard de l'ensemble des termes de l'offre (incluant les accords et opérations connexes) est indispensable à l'appréciation par l'Expert Indépendant de ses conditions financières au sens de l'article 262-1.I du règlement général de l'AMF ; elle est désormais comprise et acquise par les professionnels, conscients de la portée « pédagogique » du rapport d'expertise et de la nécessaire cohérence de l'opinion retranscrite dans l'attestation d'équité avec les enjeux de l'opération.

Les fondements juridiques de la désignation de l'Expert Indépendant évoquées dans la Proposition 5 doivent être rappelés de façon précise non seulement dans sa propre lettre de mission, sur renvoi à la « lettre de mission » (ou « lettre de cadrage » comme suggéré par le Groupe RO) de la société objet de la Proposition 10 et de la Proposition 11, mais également dans la note d'information en réponse et dans l'avis motivé de l'organe compétent de la société visée par l'offre qui l'a désigné.

Proposition 16 :

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

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

Le recours à un deuxième expert délégitimerait la mission de l'Expert Indépendant désigné par la société visée par l'offre et affaiblirait considérablement son autorité ; il poserait en outre selon le Groupe RO des difficultés juridiques majeures confirmées par plusieurs personnes auditionnées, source inévitable de contentieux :

- la question de l'agrément d'un professionnel par l'AMF a été commentée en réponse à la Proposition 1 ;
- l'attestation d'équité, dès lors qu'elle est signée par l'Expert Indépendant au stade du dépôt du projet d'offre auprès de l'AMF, a une valeur juridique, y compris dans l'éventualité d'une contestation auprès de la Cour d'appel de la décision de conformité de l'offre rendue par l'AMF ;
- l'AMF vérifie pour les besoins du visa des notes d'information que la documentation portée à la connaissance des actionnaires est complète, cohérente et suffisante et *in fine*, conformément à l'article L. 621-8-1 I du Code monétaire et financier, « *si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes* » ; dès lors, l'AMF ne pouvant s'immiscer et *a fortiori* trancher dans un débat entre experts sur l'appréciation des conditions financières de l'offre, sauf à assumer elle-même la responsabilité de l'équité des termes de l'offre, le recours à l'avis d'un troisième expert, dans le respect d'une

procédure contradictoire, serait indispensable en cas de divergence d'opinion sur l'équité des termes de l'offre entre le premier et le deuxième expert ;

- dans l'hypothèse d'une action devant la Cour d'appel postérieurement à sa décision de conformité, l'AMF encourrait en outre le risque d'un contentieux pour n'avoir pas fait diligenter une deuxième expertise sur tout sujet considéré comme problématique par les plaignants, dès lors qu'elle serait réglementairement fondée à le faire.

La réitération d'une expertise indépendante est par ailleurs à l'évidence incompatible avec les exigences d'une offre en termes d'efficacité et de délais, lesquels, à la différence par exemple d'une expertise judiciaire, sont contraints, en particulier par le dispositif de financement et la garantie de bonne fin des engagements de l'initiateur qui ne peuvent être accordés sur un laps de temps indéterminé ; comme indiqué par plusieurs personnes auditionnées, le calendrier indicatif de l'offre revêt une importance particulière pour l'ensemble des parties prenantes, et ne peut être prolongé qu'à la marge.

Quand bien même le deuxième expert disposerait d'un délai équivalent à celui dont a bénéficié le premier pour réaliser ses travaux, le temps écoulé entre les deux expertises pourrait potentiellement modifier les références aux conditions de marché et par là même les conditions d'appréciation de l'équité des termes de l'offre.

La recommandation AMF 2006-15 rappelle que « *conformément à l'article 231-20 du règlement général, l'AMF peut demander à l'expert dans le cadre de l'examen de la conformité d'une offre publique, **toute information utile afin d'apprécier les modalités du rapport d'expertise**, y compris la mise en œuvre du contrôle qualité et ses résultats* ». Tout au plus l'organe compétent de la société visée par l'offre pourrait, à la demande de l'AMF, solliciter ponctuellement l'avis d'un tiers indépendant sur une problématique circonscrite, à des fins de simple recoupement avec les travaux, sur ce point précis, de l'Expert Indépendant, et sans préjudice de la validité de son attestation d'équité.

Le Groupe RO rappelle à toutes fins utiles que :

- si le secret professionnel de l'Expert Indépendant n'est pas opposable à l'AMF, il peut l'être en revanche à l'égard des actionnaires minoritaires, ce qui explique que la documentation de certains travaux, impliquant notamment les données prévisionnelles de la société visée par l'offre et/ou de l'initiateur ne puisse être intégralement retranscrite dans le rapport d'expertise ;
- l'Expert Indépendant ne peut enfreindre le secret des affaires à l'égard de la société visée par l'offre et de l'initiateur, de sorte qu'il ne peut être considéré comme redevable de la restitution et/ou de la mise à disposition de l'ensemble des informations auquel il a eu accès.

En tout état de cause, au vu de l'ensemble des autres Propositions encadrant la mission de l'Expert Indépendant, de nature précisément :

- à s'assurer que l'Expert Indépendant dispose de l'expérience, de la qualification et des moyens requis pour mener à bien sa mission (Proposition 5) ;
- à pallier tout conflit d'intérêt entre les parties prenantes à l'offre (Propositions 10 et 11),
- à prévenir tout défaut d'exécution de la mission (Propositions 1, 13, 14) ou d'écoute des arguments avancés par les actionnaires minoritaires (Propositions 3, 4, 5),
- et à lui fournir l'assurance du respect des délais qui lui sont impartis (Proposition 12),

sous réserve des commentaires du Groupe RO concernant ces autres Propositions, il n'est pas concevable que l'Expert Indépendant, à l'issue de l'instruction de l'offre par l'AMF, ne soit pas en mesure de satisfaire, sur les points techniques cités en introduction de la Proposition 16 (analyse des transactions connexes et des hypothèses du plan d'affaires, justification de l'échantillonnage, du taux d'actualisation, du taux de croissance à l'infini,...) et plus largement sur l'ensemble des attentes de l'AMF, aux conditions du visa.

Si tel était le cas, l'AMF serait néanmoins alors fondée à refuser purement et simplement la décision de conformité.

Proposition 17 :

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

Niveau réglementaire cible : instruction sur l'expertise.

Nous comprenons que le Groupe de travail de l'AMF considère la revue qualité comme une pratique nécessaire ; le Groupe RO l'estime indispensable et suggère qu'elle soit rendue obligatoire dans l'instruction AMF 2006-08.

Pour des raisons inhérentes à la confidentialité, la revue qualité n'est réalisable qu'au sein de la structure professionnelle à laquelle appartient l'Expert Indépendant, par un membre n'ayant pas directement pris part aux travaux d'expertise, mais en ayant toutefois suivi l'évolution jusqu'à l'émission de l'attestation d'équité.

Dès lors, l'Expert Indépendant est le seul à pouvoir et devoir assumer la responsabilité, vis-à-vis des tiers, de ses travaux et de la prise en considération du contenu de la revue qualité, matérialisée dans le dossier aux différents stades de l'expertise, mais dont le contenu détaillé n'a pas vocation à être rendu public.

La recommandation AMF 2006-15 rappelle que « conformément à l'article 231-20 du règlement général, l'AMF peut demander à l'expert dans le cadre de l'examen de la conformité d'une offre publique, toute information utile afin d'apprécier les modalités du rapport d'expertise, **y compris la mise en œuvre du contrôle qualité et ses résultats** ».

Proposition 18 :

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

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

Niveau réglementaire cible : instruction sur l'expertise.

La rémunération de la mission d'expertise ne se réduit pas à la question du quantum d'heures qui lui est consacrée, ni à un « prix » par allusion à l'interdiction de complément de prix à raison du succès de l'opération évoqué dans la Proposition 18 ; elle est également fonction de la qualification des intervenants et des moyens techniques mis en œuvre par l'Expert Indépendant, au regard de la complexité croissante de ces opérations, depuis la référence au rapport annuel 2014 de l'AMF évoquée en introduction de la Proposition 18.

En tout état de cause, à ce jour l'enveloppe budgétaire d'une structure professionnelle dotée des moyens matériels (documentation sectorielle et financière, pluralité des bases de données professionnelles) et humains (collaborateurs expérimentés, équipe dédiée à la mission, implication des associés signataires, revue indépendante aux différentes étapes de l'expertise) adaptés aux exigences de l'expertise indépendante, telles que rappelées et renforcées par les Propositions, à l'exception de rares opérations nécessitant des diligences *a minima*, dépasse nécessairement et assez largement le seuil susmentionné.