

SYNTHESE ET CONCLUSIONS
DU RAPPORT
DU GROUPE DE TRAVAIL DE L’APEI
SUR
« LE RAPPORT NAULOT :
10 ANS APRES »

12 janvier 2017

Composition du groupe de travail

Président :

Maurice NUSSENBAUM - Sorgem Evaluation

Membres :

Sonia BONNET-BERNARD - Ricol Lasteyrie

Christophe BONTE - Didier Kling & Associés

Amaury CATRICE - APEI

Emmanuel DAYAN - Valphi

Gilles DE COURCEL - Ricol Lasteyrie

Olivier GRIVILLERS - HAF Audit & Conseil

Lucas ROBIN - Finexsi

Carine TOURNEUR - Duff & Phelps

Préambule

Le rapport du groupe de travail¹ présidé par Jean-Michel Naulot, intitulé « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées » (le « Rapport Naulot ») transposé dans le Règlement général et les recommandations de l'AMF, date maintenant d'un peu plus de 10 ans ; il visait à mieux définir le rôle de l'expert indépendant et à renforcer la protection des investisseurs, notamment des actionnaires minoritaires. L'APEI a souhaité faire un point sur l'application qui en a été faite depuis lors, et proposer des axes d'amélioration en vue du développement en France de l'expertise indépendante. Elle a constitué un groupe de travail qui a préparé un rapport à l'attention de l'AMF, dont la synthèse et les conclusions sont présentées ci-après.

Si l'expertise indépendante a trouvé son origine dans la loi de 1993² relative au retrait obligatoire, elle a vu à plusieurs reprises son champ élargi, notamment en 2002³, à d'autres opérations susceptibles de créer des asymétries d'intérêt entre les actionnaires.

Le Règlement général et les recommandations de l'AMF, inspirés du Rapport Naulot, ont principalement permis de clarifier la notion d'expertise indépendante, et l'ont renforcée en définissant des standards pour sa mise en œuvre. Il convient aujourd'hui de faire un bilan de l'application de ces textes.

C'est ainsi que l'APEI a constitué un groupe de travail animé par son président M. Maurice NUSSENBAUM (le « **Groupe de travail** »), afin d'analyser les changements induits par le Rapport Naulot dans la pratique des expertises indépendantes et de proposer des axes d'évolution.

Force est de constater à ce jour que la profession a bien pris en compte la demande exprimée par l'AMF sur le fondement du Rapport Naulot, en se structurant et en créant avec l'APEI une association très représentative des experts, et que, d'une manière générale, les expertises se sont bien déroulées et n'ont pas été sanctionnées par les autorités judiciaires.

¹ [Groupe de travail présidé par Jean-Michel Naulot](#), 2005, 47 p.

² Loi n°93-1444 du 31 décembre 1993.

³ Règlement n°2002-04 de la COB relatif aux offres publiques d'acquisition portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé.

Toutefois, en conclusion de ses travaux, l'APEI estime que le recours à l'expertise indépendante devrait être généralisé au-delà des seules situations énumérées par les textes actuels de l'AMF, en prenant exemple notamment de certaines pratiques observées à l'étranger.

Il apparaît ainsi souhaitable d'élargir la pratique de l'expertise indépendante au-delà des offres publiques, dans un souci d'accompagner le renforcement du rôle des administrateurs indépendants, et ainsi de renforcer l'attractivité de la place de Paris pour les investisseurs minoritaires. En l'état, l'étroitesse du champ de l'expertise indépendante rend en effet difficile la structuration de cette activité pour les cabinets qui ont décidé de s'y investir et se conformer aux exigences les plus strictes de la pratique qui exige un haut niveau de qualité.

Le Groupe de travail, composé d'experts, membres de l'APEI, a souhaité échanger avec les différentes catégories de parties prenantes dans les expertises indépendantes et s'est entretenu avec divers représentants des actionnaires minoritaires, des investisseurs activistes, des administrateurs indépendants, des banques et des avocats.

Les principales thématiques retenues par le Groupe de travail concernaient :

- le choix de l'expert indépendant ;
- les diligences de l'expert indépendant ;
- les relations de l'expert indépendant avec les actionnaires minoritaires et l'AMF ;
- le contrôle qualité et le contrôle des experts indépendants ;
- l'élargissement du champ de l'expertise indépendante.

Enfin, de façon générale, la réflexion a également porté sur le rôle et les actions de l'APEI, ainsi que sur ses perspectives.

I. L'AVENIR DE L'APEI ET LES CONDITIONS DE SON DÉVELOPPEMENT

L'APEI est actuellement la seule association active d'experts indépendants reconnue par l'AMF. Elle regroupe la majorité des experts indépendants intervenant dans le domaine des attestations d'équité, et est également la seule association à réaliser des contrôles qualité sur l'activité de ses membres.

L'AMF a rappelé à plusieurs reprises qu'elle souhaitait aider au développement de l'APEI car l'association permet de relayer les exigences de qualité du régulateur. Cependant son rôle actuel demeure insuffisant, à la fois en raison du caractère limité des pouvoirs associés à ses missions et du champ actuellement restreint des expertises indépendantes.

1. La nécessité d'accroître le rôle de l'APEI

L'AMF souhaite une plus grande harmonisation de la démarche d'évaluation suivie par les experts indépendants et un contrôle qualité efficace. L'APEI a largement contribué à l'élaboration et à la mise en œuvre de procédures pour répondre à ces attentes, mais son action doit être renforcée.

Il serait souhaitable qu'en rendant obligatoire l'adhésion à une association reconnue, l'AMF attribue principalement à l'APEI la gestion de la liste des experts à même d'intervenir dans la réalisation des attestations d'équité, par une habilitation fondée au cas par cas sur l'examen de leur expérience et des moyens dont ils disposent, et ce au stade de l'adhésion à l'association, puis dans le cadre de contrôles périodiques ; si les règles de fonctionnement de l'APEI, en particulier du contrôle qualité exercé sur l'activité et les travaux de ses membres, lui permettent en son sein d'obtenir une assurance quant au respect de ces critères, l'APEI, par définition, ne dispose en revanche d'aucun droit de regard sur les prestations des experts indépendants qui n'en sont pas membres.

2. La nécessité de développer le champ des expertises indépendantes

La vocation de l'expertise indépendante est de favoriser l'égalité de traitement entre les actionnaires lors de différentes opérations financières et d'éclairer les administrateurs appelés à se prononcer sur ces opérations. Au départ limitée à l'attestation du caractère équitable du prix offert ou de la parité proposée dans le cadre des offres publiques, l'expertise indépendante trouve à s'appliquer aujourd'hui à d'autres situations susceptibles de soulever des problématiques de conflit d'intérêts.

Les intérêts des actionnaires n'étant pas toujours alignés, notamment entre minoritaires, majoritaires et activistes, les actionnaires minoritaires disposent de peu de moyens pour s'assurer de l'équité des opérations structurantes visant les titres qu'ils détiennent. De ce fait, le recours à l'expertise indépendante constitue un outil privilégié pour assurer une bonne gouvernance actionnariale, et contribue à sécuriser les opérations de marché.

3. Les champs actuels et futurs de l'expertise indépendante

Les [articles 261-1 et 261-2](#) du Règlement général de l'AMF énumèrent différents cas de désignation d'un expert indépendant, respectivement :

- ✓ Les offres publiques comportant un risque de conflit d'intérêts au sein du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'[article 231-19](#) du Règlement général, ou à mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre. L'[article 261-1](#) du Règlement général précise en effet dans plusieurs alinéas⁴ les différentes situations susceptibles d'entraîner l'existence d'un conflit d'intérêts ;
- ✓ Les augmentations de capital réservées avec décote, dans certaines conditions⁵.

L'[article 261-3](#) ouvre la possibilité d'un recours à un expert indépendant, à titre volontaire, sans limitation de cas.

Le catalogue est assez large, mais son application dans les faits plutôt restrictive vu le faible nombre d'opérations financières donnant lieu chaque année à une expertise indépendante. Il est également intéressant de constater que les expertises indépendantes à titre volontaire se limitent pour l'essentiel aux opérations de rachat d'actions propres.

⁴ 1° Société visée contrôlée par l'initiateur ; 2° Accord conclu par les dirigeants de la société visée par l'offre ou les personnes qui la contrôlent avec l'initiateur ; 3° Non apport à une offre publique de rachat des titres détenus par l'actionnaire contrôlant la société concernée ; 4° Présence d'opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre [voir la note de travail de l'APEI consacrée à ce thème : « [Réflexions sur les accords et opérations connexes](#) »] ; 5° Instruments de catégories différentes visés par l'offre ; 6° Rémunération de l'acquisition de la société visée par l'offre au moyen d'instruments financiers autres que des actions donnant accès au capital ou aux droits de vote de l'initiateur ou d'une société contrôlée par l'initiateur.

⁵ Augmentation de capital réservée avec une décote par rapport au cours de bourse supérieure à la décote maximale autorisée en cas d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription et conférant à un actionnaire, agissant seul ou de concert, le contrôle de l'émetteur.

S'il paraît normal de recourir à des conseils de toute nature dans les opérations financières, il devrait en être de même pour le recours à l'expertise indépendante. En effet, la protection des actionnaires minoritaires est incontestablement mieux assurée lorsqu'un expert indépendant peut revoir les conditions dans lesquelles sont réalisées les opérations susceptibles d'affecter leur situation patrimoniale et, conjointement, est en mesure d'éclairer les administrateurs indépendants. En outre, l'intérêt général des actionnaires minoritaires, et donc de la place, est de disposer d'un corps d'experts indépendants compétents et mobilisables, ce qui milite en faveur de l'élargissement de leur champ d'intervention et de leur adhésion à une association professionnelle fédérant leurs compétences et facilitant les échanges entre eux.

Le Groupe de travail a notamment identifié certaines situations qui pourraient faire l'objet d'une expertise indépendante au-delà des exigences réglementaires actuelles. Il s'agit d'une manière générale de toute opération « dissymétrique » *i.e.* n'alignant pas les intérêts de l'ensemble des catégories d'actionnaires au sein des sociétés concernées, notamment :

- ✓ **les offres publiques en général**, élargies à celles qui ne sont pas susceptibles de générer, en apparence, de conflits d'intérêts particuliers, tels qu'évoqués *supra* à l'article 261-1 du Règlement général. En effet, que ces offres soient amicales ou hostiles, l'avis rendu par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance ou l'organe compétent de la société cible ne suffit pas nécessairement à éclairer l'actionnaire minoritaire sur l'intérêt de ces offres ;
- ✓ **les émissions d'OBSAR** : sur un plan réglementaire, le recours à une expertise indépendante n'est pas systématique puisqu'il n'est exigé que dans le cas d'une offre publique qui générerait un conflit d'intérêts au sein du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou de l'organe compétent. Or il serait également opportun que l'expertise indépendante soit requise dès l'émission de ce type d'instrument puisqu'elle implique, le plus souvent, les dirigeants ou mandataires sociaux, les plaçant de fait dans une situation de conflit d'intérêts ;
- ✓ **les cessions d'actifs significatifs** : dans son rapport sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs⁶, le groupe de réflexion constitué à la demande du collège de l'AMF a émis diverses recommandations, relayées dans le code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF, invitant certes le conseil d'administration et la

⁶ [Rapport sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs par des sociétés cotées](#), à l'origine de la position – recommandation AMF sur les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs – [DOC n°2015-05](#).

direction générale des sociétés concernées à solliciter des avis externes, notamment sur l'intérêt de l'opération, sa valorisation et les modalités envisagées, mais sans autres précisions sur le mode de désignation ou les diligences attendues de ces avis externes. Or ce rôle aurait pu typiquement être assimilé à l'intervention d'un expert indépendant, dans des conditions analogues à celles prévues dans le Règlement général pour les offres publiques ;

- ✓ **les conflits d'intérêts dans les conseils d'administration ou les conseils de surveillance ou les organes compétents en cas de conventions réglementées** : dans son rapport sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées émis en 2012⁷, l'AMF a souligné à juste titre la nécessité de nommer un expert indépendant lorsque la conclusion d'une convention réglementée est susceptible d'avoir un impact très significatif sur le bilan ou les résultats de la société et/ou du groupe⁸. L'encadrement de ce type de transactions constitue un enjeu majeur en raison de leur importance et des nombreuses situations de conflits d'intérêts pouvant exister au sein d'un groupe. Les experts indépendants n'étant toutefois que rarement sollicités à ce titre, il apparaît nécessaire d'encourager plus fortement le recours à un avis externe pour sécuriser ce type de transactions ;

- ✓ d'une manière générale, **toutes les situations soulevant des questions de valorisation**, ou pour lesquelles les administrateurs indépendants considèrent qu'il serait utile, pour éclairer le conseil d'administration ou le conseil de surveillance ou l'organe compétent, de bénéficier d'une expertise indépendante lui apportant un éclairage professionnel et technique externe par rapport à celui fourni par le management.

Ainsi, par l'élargissement du champ d'action de l'expertise indépendante et l'adoption de la règle d'adhésion obligatoire de l'expert à une association agréée, l'AMF permettrait à l'APEI de rallier les experts à son code de déontologie et à ses standards de qualité et renforcerait ainsi son rôle. On notera que certaines attestations d'équité avancent l'argument selon lequel l'expert indépendant n'a adhéré à aucune association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 du Règlement général, au motif que la taille du cabinet, ses compétences en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures internes garantissent le contrôle qualité requis par la mission qui lui a été confiée ; ce type d'argumentaire, purement déclaratif, contraire au principe

⁷ [Groupe de travail présidé par Olivier Poupart Lafarge](#), membre du collège de l'AMF, 7 février 2012, 42 p.

⁸ Proposition n°26, p. 9.

d'adhésion à une association professionnelle et au demeurant invérifiable, ne saurait prospérer.

Le Règlement général, s'il consacre les articles [263-1 à 263-8](#) aux conditions de reconnaissance par l'AMF et au rôle des associations professionnelles, n'évoque pas explicitement l'obligation faite aux experts indépendants d'appartenir aux associations reconnues par le régulateur. Le développement de l'expertise indépendante en dehors d'un cadre associatif obère *de facto* le potentiel de développement de ces associations et pourrait aller jusqu'à compromettre leur existence.

Or les missions qui sont confiées aux associations sont lourdes, impliquent le contrôle de l'application d'un code de déontologie et des conditions de réalisation des rapports d'expertise ; elles requièrent de ce fait des moyens humains et matériels nécessitant un fort niveau d'implication des experts indépendants et d'adhésion de leur part aux règles professionnelles. A cet égard, le rôle de l'APEI se trouverait renforcé par l'élargissement de ses attributions tel que suggéré ci-avant, qui bénéficierait du soutien du régulateur.

II. LE CHOIX DE L'EXPERT INDÉPENDANT

1. Le processus de désignation de l'expert

1.1 Constat

Selon le Règlement général, c'est la société visée par une offre publique qui doit désigner l'expert indépendant. La [recommandation AMF n°2006-15](#) précise que, compte tenu de la responsabilité, dans le choix de l'expert, du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou de l'organe compétent, celui-ci doit nommer « *l'expert indépendant dont la compétence, les moyens et la réputation professionnelle paraissent appropriés à la mission* » et « *désigner, le cas échéant⁹, un comité d'administrateurs ou de membres du conseil de surveillance indépendants pour assurer la supervision de la mission de l'expert indépendant* ».

Les prescriptions de l'AMF sont généralement correctement mises en œuvre, la structure de gouvernance des sociétés s'étant bien améliorée ces dernières années. La pratique actuelle semble suffisamment efficace pour ne pas être fondamentalement remise en cause.

1.2 Recommandations

En synthèse, le Groupe de travail est d'avis que d'une manière générale, les administrateurs indépendants doivent continuer à être mis au centre du processus de choix de l'expert, et être investis de la responsabilité de ce choix. Un contrôle pourrait être réalisé dans ce domaine par l'AMF, pour s'assurer du bon exercice de leur rôle par les indépendants au sein du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou de l'organe compétent des sociétés visées par les offres publiques.

Parmi les principaux axes d'amélioration envisagés, le Groupe de travail serait favorable au principe d'une nomination de l'expert indépendant effectuée sous l'égide des associations professionnelles agréées par l'AMF, dont le rôle serait ainsi renforcé : ces associations pourraient prendre la responsabilité de mettre à la disposition des conseils d'administration ou de surveillance, ou des organes compétents des sociétés faisant l'objet d'une offre publique, une liste d'experts indépendants reconnus comme adhérant aux bonnes pratiques et disposant des moyens requis.

⁹ Souligné par nous.

Le Groupe de travail suggère par ailleurs que le mode de désignation de l'expert indépendant soit explicité dans la note d'information en réponse, ce qui permettrait, entre autres, de garantir l'implication des administrateurs indépendants dans le processus de sélection de l'expert.

2. L'indépendance de l'expert

2.1 Constat

Les experts nommés dans le cadre du Règlement général ne doivent pas être en situation de conflit d'intérêts par rapport aux parties prenantes à l'opération. La définition du conflit d'intérêts est précisée par l'AMF au premier article de son [instruction n°2006-08](#) dans les termes suivants :

« Pour l'application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, l'expert est considéré comme étant dans une situation de conflit d'intérêts, notamment, lorsqu'il :

1° Entretient des liens juridiques ou des liens en capital avec les sociétés concernées par l'offre publique ou l'opération, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance ;

2° A procédé à une évaluation de la société visée par l'offre publique ou qui réalise l'opération au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation, sauf si l'évaluation menée dans ce délai intervient dans le cadre d'une mission qui constitue le prolongement de la précédente ;

3° A conseillé l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation ;

4° Détient un intérêt financier dans la réussite de l'offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter son indépendance. ».

Cette réglementation s'accompagne d'un ensemble de bonnes pratiques, qui sont d'ores et déjà bien suivies :

- la rémunération de l'expert ne doit pas dépendre du résultat de l'opération et doit être communiquée dans son rapport ;
- l'expert doit être transparent sur ses relations avec les parties prenantes et sur les dernières opérations qu'il a pu réaliser avec elles.

2.2 Recommandations

Les dispositions du Règlement général sur l'indépendance de l'expert apparaissent dans l'ensemble suffisantes et bien appliquées. Le Groupe de travail observe que les cas où des experts désignés dans une opération sont critiqués au vu de l'importance relative, par rapport à leur chiffre d'affaires, du montant de leurs honoraires, est rare. En effet, le

marché des attestations d'équité étant à ce jour très restreint, la concentration des activités d'une structure professionnelle sur les seules attestations d'équité s'avère pratiquement impossible. Les cas de remise en cause de l'indépendance de l'expert sont également peu nombreux.

En outre, la réalisation par l'expert, auprès de son mandant, de missions subséquentes à une offre, ne peut être considérée comme contraire à l'éthique professionnelle, dès lors que les dispositions de l'[instruction AMF n°2006-08](#) et les bonnes pratiques qui en découlent sont respectées, et sauf à ce que les honoraires de la mission d'expertise aient été négociés et conditionnés par ceux d'une mission ultérieure.

S'agissant plus précisément du critère d'absence de mission de conseil ou d'évaluation au cours des dix-huit derniers mois visée par l'[instruction AMF n°2006-08](#), le Groupe de travail estime au demeurant qu'il pourrait faire débat, dans la mesure où, contrairement aux règles prévalant dans un contexte d'arbitrage, il peut être dans l'intérêt des actionnaires, dans certaines situations complexes, de voir nommé un expert ayant déjà une bonne connaissance ainsi qu'une expérience du secteur d'activité ou/et de la Cible. La situation de l'expert indépendant est en effet différente de celle du juge ou de l'arbitre pour lequel l'absence de relation avec les parties constitue un prérequis.

3. La co-expertise ou la co-attestation

3.1 Constat

La co-expertise, qui s'applique, sous certaines conditions, en matière de commissariat aux comptes et de commissariat aux apports et à la fusion, n'existe pas dans le domaine de l'expertise indépendante.

3.2 Recommandations

Au terme de son analyse, le Groupe de travail est d'avis que la transposition à l'expertise indépendante, de façon systématique, du principe de co-commissariat aux comptes ou de co-commissariat aux apports et à la fusion s'avère, sur un plan purement pratique, inenvisageable.

Le principe de l'intervention de deux experts pourrait tout au plus être retenu afin de renforcer, autant que de besoin, le contrôle qualité.

En conclusion, le Groupe de travail est d'avis que cette formule devrait être limitée à des cas très spécifiques, car son application générale risquerait d'alourdir la procédure de validation des opérations en rallongeant les délais et *de facto* contribuerait à l'augmentation des budgets de réalisation des missions.

III. LES DILIGENCES DE L'EXPERT INDÉPENDANT

1. Constat

Le Rapport Naulot a souligné la nécessité de rendre le travail de l'expert indépendant plus transparent afin d'éclairer le jugement des administrateurs, des actionnaires minoritaires et de l'AMF ; il précisait notamment quel devait être le contenu du rapport de l'expert et comment celui-ci devait organiser son travail.

Ces propositions ont été largement reprises dans le Règlement général et les textes de référence de l'AMF sur l'expertise indépendante. Les diligences de l'expert sont ainsi précisées à l'article 3 de l'[instruction AMF n°2006-08](#) et détaillées dans la [recommandation AMF n°2006-15](#), qui explicite notamment la mise en œuvre de l'approche d'évaluation multicritère.

L'AMF a ainsi introduit un cadre d'intervention très précis, en clarifiant les principes (examen critique, transparence, cohérence et pertinence), en exposant les méthodes et les points d'attention (examen critique du plan d'affaires, traitement du risque, traitement de la valeur terminale dans les analyses reposant sur l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF), taux d'actualisation, taux de croissance à long terme) et en précisant la manière de présenter les résultats (avec notamment en DCF des tests de sensibilité autour de la valeur centrale).

Ainsi, l'évolution du cadre réglementaire AMF sur l'expertise indépendante en 2006 a modifié le rôle des experts indépendants et la nature de leur travail. Auparavant, ce rôle consistait surtout à vérifier le caractère acceptable du prix ou de la parité proposée à partir de l'analyse des travaux d'évaluation fournis par l'évaluateur et ses conseils financiers.

Le [Rapport Naulot](#) rappelait ainsi (p. 6) que « *l'objet de l'expertise indépendante se limite cependant à une "appréciation" comme le prévoient les textes ou à un contrôle de second niveau¹⁰, sans mise en œuvre d'une évaluation complète de la société concernée lors du retrait obligatoire* ». La réforme de 2006 a traduit l'ambition que la mission des experts devienne une véritable mission d'évaluation à part entière, avec un niveau de diligence reconnu, un corpus méthodologique explicite et un rapport détaillé et normé, adapté dans son contenu et dans sa forme à l'examen des administrateurs, des actionnaires minoritaires et de l'AMF.

¹⁰ Souligné par nous.

Avec 10 ans de recul, on constate aujourd'hui que les experts indépendants ont su répondre à l'ambition du régulateur en faisant évoluer leurs méthodes de travail et la manière de rendre compte de leurs diligences, de leurs analyses et de leurs conclusions.

Les rapports d'expertise sont aujourd'hui bien normés et permettent de suivre la démarche de l'expert, à la fois quant aux méthodes employées et aux aspects spécifiques.

2. Recommandations

D'une manière générale, l'objectif d'harmonisation des diligences de l'expert indépendant et de la restitution de ses résultats sous la forme d'un rapport normé et étayant l'évaluation multicritère de la société cible semble atteint. En synthèse, les recommandations du Groupe de travail portent essentiellement sur les délais d'intervention et l'analyse du plan d'affaires.

- En ce qui concerne les délais, le Groupe de travail a relevé que les informations nécessaires aux analyses, émanant tant de la part de la société cible que des banques présentatrices, étaient parfois communiquées trop tardivement aux experts indépendants. Or le délai imposé à ces derniers pour émettre leur rapport ne devrait, conformément à l'[article 262-1](#)¹¹ du Règlement général et à la [recommandation AMF n°2006-15](#)¹², commencer à courir qu'à réception de toute l'information utile et pertinente, rapport de l'établissement présentateur inclus. Ce point est d'autant plus important que, comme rappelé plus haut, les experts indépendants doivent réaliser un travail critique sur les travaux du ou des conseil(s) de l'initiateur¹³.
- En ce qui concerne le plan d'affaires, il pourrait être intéressant de systématiser la rédaction d'une partie destinée à exposer la manière dont les prévisions ont été construites et validées (*bottom-up* ou *top-down*, présentation à l'organe d'administration ou/et de surveillance et, le cas échéant, validation par ce dernier) ainsi que les diligences qui ont été réalisées sur ce plan d'affaires (contrôle de cohérence des données, analyses de sensibilité, discussions avec le management et échanges avec les administrateurs indépendants, confrontation avec les projections des banques conseil et/ou de l'initiateur,...). L'ensemble de ces

¹¹ « A compter de sa désignation, l'expert [indépendant] doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au [262-1] I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à quinze jours de négociation ».

¹² « Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport ».

¹³ Conformément à l'article 2 II 8° de l'[instruction AMF n°2006-08](#).

dispositions serait de nature à rassurer les actionnaires sur la revue critique par l'expert indépendant et, dès lors, la crédibilité du plan d'affaires sous-tendant ses travaux.

En synthèse, et afin de couvrir les cas les plus délicats concernant les délais de communication de l'information et de la qualité de celle-ci, le Groupe de travail est d'avis que le Règlement général devrait préciser que l'expert indépendant a l'obligation 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 équitable de l'offre.

Par ailleurs, s'agissant de l'émergence dans les évaluations des problématiques RSE, qui constitue un champ de réflexion à part entière, le Groupe de travail a été amené à observer que leur prise en compte reste conditionnée par le temps nécessaire à la mise au point d'une métrique exploitable et communément reconnue. Il recommande néanmoins que l'expert s'assure qu'elles soient bien reflétées dans le plan d'affaires, lorsqu'elles sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur la valeur de la cible.

IV. LES RELATIONS DE L'EXPERT INDÉPENDANT AVEC LES ACTIONNAIRES MINORITAIRES ET L'AMF

1. Constat

La [recommandation AMF n°2006-15](#) relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières :

- affirme le principe selon lequel le conseil d'administration ou le conseil de surveillance ou l'organe compétent met en œuvre les diligences nécessaires en soutien à la mission d'expertise indépendante, notamment en désignant l'expert indépendant le plus en amont possible, et en permettant aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent d'obtenir des compléments d'information en interrogeant le conseil d'administration, le conseil de surveillance ou l'organe compétent¹⁴ ;
- précise que lorsque des tiers intéressés à l'offre, en particulier des actionnaires minoritaires de la société visée, se sont manifestés auprès de la société ou de l'expert indépendant afin de faire valoir leurs arguments relatifs aux conditions de l'offre publique, l'expert indépendant peut en faire état dans son rapport et indiquer le cas échéant les raisons pour lesquelles il a ou non tenu compte dans son analyse des points de vue ainsi exprimés¹⁵ ;
- rappelle que l'AMF peut demander à l'expert, dans le cadre de l'examen de la conformité d'une offre publique, toute information utile afin d'apprécier les modalités d'établissement du rapport d'expertise¹⁶.

Le Groupe de travail a constaté que les principes posés par la recommandation précitée de l'AMF sont généralement correctement appliqués. Il a analysé leurs modalités de mise en œuvre pour en dégager les meilleures pratiques.

¹⁴ Cf. chapitre 1 de la [recommandation AMF n°2006-15](#) : « Les diligences du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou de l'organe chargé de rendre un avis motivé en cas d'offre publique ».

¹⁵ Cf. chapitre 6 de la [recommandation AMF n°2006-15](#) : « Les contacts éventuels de l'expert indépendant avec des tiers ».

¹⁶ Cf. chapitre 2.3 de la [recommandation AMF n°2006-15](#) : « La déontologie de l'expert indépendant ».

2. Recommandations

S'agissant des relations de l'expert indépendant avec les actionnaires minoritaires, le Groupe de travail est d'avis que, d'une façon générale, il convient de laisser à l'expert indépendant une certaine latitude afin de s'adapter aux particularités de chaque situation.

Il est par conséquent favorable au maintien de la rédaction actuelle de la [recommandation AMF n°2006-15](#) selon laquelle, lorsque des actionnaires minoritaires de la société visée se sont manifestés auprès de l'expert indépendant, ce dernier peut en faire état dans son rapport, sans que cela soit obligatoire.

À ce titre le Groupe de travail est d'avis que les courriers d'actionnaires minoritaires adressés à l'AMF et les demandes de compléments d'information ou interrogations adressées à la cible devraient, dès réception, être systématiquement transmis à l'expert indépendant.

Il appartient également à l'expert indépendant d'apprécier la pertinence de la question soulevée, hors toute référence au seuil de « *représentativité* » du demandeur. La pratique d'une réunion entre les actionnaires minoritaires et l'expert indépendant devrait être instaurée lorsque les actionnaires en font la demande et se positionner le plus en amont possible. Dès lors que l'expert a été amené à avoir des contacts avec des actionnaires minoritaires dans le cadre de sa mission, il est recommandé qu'il en fasse état dans son rapport. La pratique de la diffusion d'un pré-rapport, en revanche, ne semble en aucun cas adaptée à la situation.

Enfin, le Groupe de travail souligne que le dialogue entre l'AMF et l'expert indépendant est considéré comme une bonne pratique, dès lors qu'il vise à éclairer l'expert indépendant sur les préoccupations de l'AMF concernant les particularités de l'offre proposée. L'expert peut susciter une réunion ou un échange téléphonique formel à tout moment de sa mission, et faire part à l'AMF de la nature des difficultés rencontrées.

V. LE CONTRÔLE QUALITÉ ET LE CONTRÔLE DES EXPERTS INDÉPENDANTS

1. Constat

Dans sa recommandation n°18¹⁷, le Rapport Naulot a recommandé que « *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.* ». Concernant le contrôle des experts, la recommandation n°19¹⁸ proposait que « *l'agrément a priori de l'expert par l'AMF [soit] remplacé par un contrôle a posteriori à l'issue d'une période transitoire.* »

D'après la [recommandation AMF n°2006-15](#) sur l'expertise indépendante¹⁹, l'expert indépendant doit soumettre son rapport « *à un contrôle qualité selon des modalités définies par le code de déontologie. Ce contrôle porte sur la cohérence et la pertinence de la méthodologie mise en œuvre par l'expert. Il est en outre rappelé que conformément à l'article 230-20 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 d'établissement du rapport d'expertise, y compris la mise en œuvre du contrôle qualité et ses résultats.* »

La même [recommandation AMF n°2006-15](#) sur l'expertise indépendante²⁰ rappelle « *que tout expert indépendant peut, s'il le souhaite, adhérer à une association professionnelle d'experts indépendants dont la reconnaissance par l'AMF est prévue aux articles 263-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF. L'expert indépendant indique dans son rapport s'il adhère à une telle association. A défaut, il en explique les raisons.* »

L'APEI a intégré les recommandations ci-dessus dans son règlement intérieur en établissant un contrôle des nouveaux membres au moment de l'adhésion et ensuite un contrôle qualité régulier.

¹⁷ Cf. [Rapport Naulot](#), p. 27.

¹⁸ Cf. [Rapport Naulot](#), p. 27.

¹⁹ Cf. [recommandation AMF n°2006-15](#), chapitre 2.3 : « La déontologie de l'expert indépendant ».

²⁰ Cf. [recommandation AMF n°2006-15](#), chapitre 7 : « Adhésion à une association d'experts indépendants ».

2. Recommandations

En synthèse, le Groupe de travail constate qu'actuellement, l'APEI est la seule association active d'experts indépendants reconnue par l'AMF. Dans la pratique, la majorité des experts indépendants ayant une activité significative dans les expertises indépendantes réglementées par l'AMF sont membres de l'APEI, qui est la seule association procédant aux contrôles des experts lors de leur adhésion afin de vérifier les ressources (en personnel, accès aux bases de données,...) et la capacité du « candidat » à respecter les règles et pratiques élaborées par l'association ; l'APEI effectue également des contrôles qualité *a posteriori* et intermittents des experts membres, dans des conditions clairement définies, fixées par le [règlement intérieur](#) de l'association.

Après avoir exploré différentes pistes, le Groupe de travail ne s'est pas prononcé en faveur du modèle de la co-expertise ou d'une co-attestation, à l'exception de certains dossiers spécifiques par leur complexité²¹, dans la perspective du renforcement du contrôle qualité des travaux conduits par l'expert.

L'AMF n'assure plus le rôle d'agrément des experts. Elle a incité les experts à se réunir en associations professionnelles, mais sans en rendre l'adhésion obligatoire, ce qui ne permet pas de renforcer les contrôles qualité ni de créer des normes éthiques communes au sein de la profession.

Pour autant, l'AMF, en tant que régulateur, a un rôle clé à jouer dans l'évolution du rôle de l'expert indépendant. Par conséquent, le Groupe de travail recommande qu'elle rende obligatoire l'adhésion des experts indépendants à une association professionnelle telle que l'APEI, et que celle-ci soit dotée de tous moyens nécessaires pour généraliser ses contrôles et l'application de son code de déontologie ainsi que de ses normes d'éthique.

L'expertise indépendante s'en trouverait renforcée.

²¹ Cf. *supra* § II : « Le choix de l'expert indépendant ».

VI. L'ÉLARGISSEMENT DU CHAMP DE L'EXPERTISE INDÉPENDANTE

Sont décrits ci-après deux exemples de situations qui pourraient donner lieu à des expertises indépendantes aujourd'hui non couvertes par les dispositions du Règlement général. Il s'agit des conventions réglementées (1) et des émissions d'OBSAR (2)

1. Les conventions conclues au sein d'un groupe et susceptibles d'entrer dans le champ des conventions réglementées

Le recours à un expert indépendant peut s'avérer particulièrement utile dès lors qu'une situation potentielle de conflit d'intérêts se présente, et s'inscrit dans un souci de bonne gouvernance en visant à donner un éclairage technique aux organes de direction ou de contrôle. Ces organes devant être particulièrement attentifs aux moyens à mettre en œuvre pour encadrer d'éventuels conflits d'intérêts, le recours à un avis technique externe est sans nul doute l'un des moyens qui permet le mieux de conforter l'objectivité et l'impartialité des dirigeants dans l'appréciation de certaines transactions.

S'agissant des sociétés cotées dans lesquelles les intérêts des différents investisseurs ou dirigeants peuvent être divergents, la prévention et la gestion des conflits d'intérêts constituent un enjeu majeur pour un encadrement rendu nécessaire dans de nombreuses transactions. De telles situations peuvent survenir notamment lorsque ces transactions relèvent de la procédure de contrôle des conventions dites « réglementées ». Pour ce type de transactions, il est nécessaire d'apprécier si elles doivent être considérées comme des conventions courantes conclues à des conditions normales. Or, l'appréciation du caractère normal de ces conditions peut s'avérer délicate, et l'avis d'un tiers indépendant est alors particulièrement utile. Ces transactions peuvent être nombreuses ou de nature différente, et certaines d'entre elles soulèvent des interrogations légitimes, par exemple en présence de transactions inhabituelles, de frais communs de groupe, de prêts ou de cessions d'actifs intragroupe.

L'AMF a émis en 2012, dans son rapport sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées²², plusieurs propositions sur la procédure intéressant les conventions réglementées, dont certaines constituent autant de bonnes pratiques en matière de prévention et de gestion des conflits d'intérêts. Parmi celles-ci, on peut citer la mise en place d'une charte définissant des critères retenus par une entreprise pour qualifier une convention²³, ou la nomination d'un expert indépendant lorsque la conclusion d'une

²² [Groupe de travail présidé par Olivier Poupart Lafarge](#), membre du collège de l'AMF, 7 février 2012, 42 p.

²³ [Proposition n°21](#), p. 34.

convention réglementée est susceptible d'avoir un impact très significatif sur le bilan ou les résultats de la société et/ou du groupe²⁴. Bien que de nombreux contentieux puissent naître de ce type de conventions, ces propositions de l'AMF ne sont aujourd'hui que rarement appliquées par les émetteurs.

Il apparaît ainsi souhaitable d'encourager plus fortement le recours à un expert indépendant pour toutes opérations significatives susceptibles de générer une situation de conflit d'intérêts au sein d'une entreprise cotée.

2. Les instruments potentiellement dilutifs réservés à un groupe de souscripteurs et en particulier les émissions d'obligations à bons de souscription en actions remboursables (OBSAR)

Il est rappelé le cas particulier des émissions d'obligations à bons de souscription (ou d'acquisition) d'actions remboursables (OBSAR ou OBSAAR) suivies de l'attribution des bons au profit de certains actionnaires et des salariés et/ou mandataires sociaux de la société émettrice. Ces instruments permettent de combiner un financement à des conditions attractives et de réserver les BSAR à des bénéficiaires dénommés ou à des catégories de personnes, tels les mandataires sociaux ou les salariés des sociétés concernées, en vue de les associer à la croissance de leur société.

Du fait même de leur objet, les OBSAR présentent des caractéristiques qui peuvent placer les organes de direction dans une situation de conflit d'intérêts. Ainsi, et comme l'a souligné l'AMF dans sa position publiée en mars 2008²⁵, les cessions des BSA aux managers font en pratique l'objet d'un rapport réalisé par un expert indépendant. Dans le contexte particulier d'une offre publique d'échange sur des BSAR partiellement détenus par des dirigeants, le recours à une expertise indépendante est par ailleurs recommandé (position publiée en janvier 2010²⁶ par l'AMF) dans tous les cas où une situation de conflit d'intérêts apparaîtrait.

²⁴ [Proposition n°26](#), p. 35.

²⁵ [Position AMF 2008-09](#). « Emissions d'obligations à bons de souscription remboursables (OBSAR) suivies d'une cession des BSAR au profit des salariés et/ou des mandataires sociaux de la société émettrice ».

²⁶ [Position AMF 2008-10](#). « Modifications des caractéristiques des bons de souscription d'actions (BSA) » - document créé le 27 novembre 2008, modifié le 19 janvier 2010 et le 1^{er} août 2012

La SFEV (Société Française des Evaluateurs), dans son [étude de 2010 sur l'évaluation des BSAAR](#) (p. 5) a listé trois situations dans lesquelles les experts sont appelés à intervenir :

- l'évaluation à des fins fiscales et/ou comptables ;
- l'évaluation permettant au conseil d'administration d'arrêter le prix d'émission ou le prix d'offre ;
- l'attestation d'équité à l'attention des actionnaires, que ce soit dans le cadre du Règlement général (cas de certaines offres) ou à la demande du conseil d'administration de la société émettrice, ou selon une disposition prévue par la résolution d'assemblée générale autorisant l'émission.

Sur un plan réglementaire, il n'est exigé un rapport d'expertise indépendante que dans le cas d'une offre publique qui porterait sur des instruments financiers de catégories différentes. Or il apparaîtrait pertinent que cette exigence soit étendue à toutes les opérations portant sur des instruments financiers potentiellement dilutifs réservés à un groupe déterminé d'investisseurs.