



Analyse des notes d'information en réponse  
suite à la réforme réglementaire de l'AMF

8 SEPTEMBRE 2021

Analyse des notes d'information en réponse  
suite à la réforme réglementaire de l'AMF

La présente note s'inscrit dans le prolongement :

- des « Eléments 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 », en date du 11 octobre 2019 ;
- du « Retour de consultation publique sur un projet de modification de la réglementation à la suite du rapport du groupe de travail sur le retrait obligatoire et l'expertise dans le cadre des offres publiques », en date du 10 février 2020 ;
- des modifications qui s'en sont suivies dans :
  - ✓ le règlement général de l'AMF (RG AMF) ;
  - ✓ l'Instruction 2006-07 « Offres publiques d'acquisition » ;
  - ✓ l'Instruction 2006-08 « Expertise indépendante » ; et
  - ✓ la Recommandation 2006-15 « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

Le Groupe de travail « Le Retrait Obligatoire » (le « **Groupe RO** ») était constitué de représentants de plusieurs structures professionnelles membres de l'APEI. Il en est de même des personnes qui ont analysé les offres visées en 2020, et début 2021 pour celles déposées fin 2020, suite à la réforme réglementaire de l'AMF, et participé à l'élaboration de la présente note (le « **Groupe Offres 2020** ») :

- Sonia Bonnet- Bernard (A2EF) ;
- Olivier Cretté (Ledouble) ;
- Olivier Grivillers (Crowe HAF) ;
- Hugues de Noray (Advolis) ;
- Lucas Robin (Finexsi).

Les travaux du Groupe Offres 2020 ont consisté à examiner l'application pratique des nouvelles dispositions réglementaires, au regard notamment des thèmes concernant plus particulièrement l'expertise indépendante, par la consultation :

- des notes d'information en réponse visées par l'AMF de chacune des sociétés dont les titres ont été l'objet des offres (la « **Cible** »), recensées en **Annexe 1** ;
- des rapports d'expertise indépendante qui font partie intégrante de cette documentation.

Le champ de l'étude s'étend ainsi à 35 offres, dont :

- 29 ont été visées en 2020, parmi lesquelles 4 sont immédiatement antérieures à l'entrée en vigueur effective des nouvelles dispositions réglementaires, lesquelles avaient cependant été partiellement anticipées par les professionnels mandatés dans ces offres ;
- 6 ont été visées en 2021.

Cet examen de la mise en pratique de la refonte du corpus réglementaire est décliné en fonction de chacune des 18 propositions initialement soumises par l'AMF à la consultation publique, qui visaient :

- d'une part, à renforcer la protection des actionnaires minoritaires (Propositions 1 à 9), et
- d'autre part, à mieux garantir l'indépendance et la transparence de l'expertise indépendante (Propositions 10 à 18).

En marge du constat d'ensemble d'un bon niveau de conformité aux nouvelles dispositions des rapports d'expertise émis par les membres de l'APEI, qui ont été sensibilisés à la réforme réglementaire et informés de son contenu au sein de l'association, le dépouillement des notes d'information en réponse et, le cas échéant, le rappel des textes conduisent à la formulation de quelques recommandations en termes de bonnes pratiques, concernant en particulier les trois propositions qui, compte tenu de leur lien direct avec la mission de l'expert indépendant au sens du RG AMF (l'« **Expert Indépendant** »), ont fait l'objet d'un focus :

- contenu de l'avis motivé de l'organe social compétent (Proposition 5) ;
- contextualisation de la conclusion du rapport de l'expert (Proposition 15) ;
- revue de la qualité du rapport d'expertise (Proposition 17).

Les modifications de la réglementation intervenues après le retour de la consultation publique et les décisions prises par l'AMF, en lien avec chaque proposition, sont rappelées *in extenso* en **Annexe 2**.

**Proposition 1** : Indépendance de l'organe social compétent de la société visée et comité *ad hoc*

*Niveau réglementaire :*

- RG AMF, article 261-1 III ;
- RG AMF, article 261-1-1 ;
- Instruction 2006-08, article 2.

L'Expert Indépendant est désigné par un comité ad hoc d'administrateurs indépendants au sein de l'organe social compétent (conseil d'administration, conseil de surveillance,...) ou après consultation de l'AMF dans le cas où la société dont les titres sont visés par l'offre n'est pas en mesure de constituer un comité ad hoc composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants (en l'occurrence deux membres indépendants lorsque le comité ad hoc ne compte que trois personnes).

Sur les 35 offres examinées :

- le Groupe Offres 2020 a recensé :
  - ✓ 14 cas de non-opposition de l'AMF à la désignation de l'Expert Indépendant pressenti par l'organe social compétent ;
  - ✓ 18 cas pour lesquels l'Expert Indépendant a été désigné par l'organe social compétent sur proposition du comité ad hoc (dont 1 cas en anticipation de la nouvelle réglementation) ;
  - ✓ 3 cas pour lesquels la réforme réglementaire n'était pas encore entrée en vigueur.
- S'agissant du choix de l'expert indépendant :
  - ✓ 18 notes d'information en réponse font mention d'un appel d'offres pour désigner l'Expert Indépendant ou de son choix parmi plusieurs cabinets (2 à 4) ;
  - ✓ 13 notes d'information en réponse ne mentionnent pas explicitement le recours à un appel d'offres pour désigner l'Expert Indépendant ni les modalités précises retenues pour le sélectionner ;
  - ✓ 3 notes d'information en réponse déposées en décembre 2019 et une note en réponse déposée en janvier 2020, *i.e.* antérieurement à la réforme réglementaire, ne comportent aucune indication à ce sujet.

**En synthèse, les nouvelles dispositions réglementaires concernant la Proposition 1 ont été correctement appliquées.**

**Proposition 2** : Disjonction de 15 jours entre le dépôt de la note d'information et celui de la note en réponse en cas d'offre de fermeture

*Niveau réglementaire :*

- *RG AMF, article 231-26 I 3° ;*
- *RG AMF, article 262-1 II.*

La disjonction des projets de note d'information de l'initiateur et en réponse de la Cible s'applique à toutes les offres de fermeture, *i.e.* les offres déposées par un initiateur détenant déjà 50% du capital et des droits de vote de la Cible ; *a contrario* le dispositif ne concerne pas les offres déposées par un initiateur venant à détenir 50% du capital et des droits de vote de la Cible (par exemple dans la situation où l'initiateur lance un projet d'offre immédiatement après l'acquisition d'un bloc de contrôle).

Le Groupe Offres 2020 a recensé un cas de disjonction facultative et, que la disjonction soit obligatoire ou volontaire, réitère par ailleurs l'avis formulé par le Groupe RO selon lequel ce dispositif est de nature à :

- favoriser le dialogue avec les actionnaires minoritaires, en amont de l'instruction du projet d'offre par l'AMF, et
- potentiellement réduire le nombre d'addenda ou compléments aux rapports d'expertise indépendante, les actionnaires minoritaires conservant toutefois la faculté de s'exprimer au-delà du dépôt du projet de note d'information en réponse ; pour mémoire, le Groupe Offres 2020 a dénombré 14 rapports complémentaires, addenda ou rapports complétés avant le visa de la note d'information en réponse, dans le cadre de l'instruction de l'offre par l'AMF ou/et en réponse aux observations formulées par des actionnaires minoritaires (cf. Proposition 4).

**En tout état de cause, il est de bonne pratique qu'en toutes circonstances l'expert indépendant suggère à ses interlocuteurs d'annoncer sa désignation le plus tôt possible, puis la relaye sur son site Internet, afin de donner aux actionnaires de la Cible qui en manifesteraient le souhait la possibilité de prendre contact avec lui.**

**Proposition 3** : Favoriser le contact avec les actionnaires

*Niveau réglementaire :*

- *Instruction 2006-07, article 1 ;*
- *Recommandation 2006-15, article 5.*

**Proposition 4** : Prise en compte des observations des actionnaires par l'expert dans son rapport

*Niveau réglementaire :*

- *Instruction 2006-07, article 1 ;*
- *Instruction 2006-08, article 3-II. 10 ;*
- *Recommandation 2006-15, article 5.*

En réponse à l'objet de la Proposition 3, et aux termes de l'Instruction 2006-07, les actionnaires disposent d'une adresse mail<sup>1</sup> ouverte par l'AMF leur permettant de lui faire connaître leurs observations sur un projet d'offre publique (déposé ou annoncé), l'AMF transmettant ces observations, en tant que de besoin, à la Cible et à l'Expert Indépendant. La Recommandation 2006-15 stipule en outre qu'à l'annonce des caractéristiques de l'opération ou à la date de désignation de l'Expert Indépendant lorsqu'elle est postérieure, le communiqué publié par la Cible devrait mentionner un contact au sein de la Cible, et le nom de l'Expert Indépendant afin que les actionnaires soient en mesure de le contacter.

Les modifications réglementaires intervenues au titre de la Proposition 4 renvoient aux textes précités, ainsi qu'à l'Instruction 2006-08 requérant de la part de l'Expert Indépendant de présenter dans un chapitre de son rapport qui leur est consacré :

- les principaux arguments développés dans ces observations,
- ainsi que son analyse et son appréciation.

Le Groupe Offres 2020 a recensé 6 offres<sup>2</sup> ayant suscité des questions posées par des actionnaires minoritaires, qui ont été dûment traitées dans les rapports d'expertise indépendante concernés, et précise à ce titre :

- par référence à l'article 262-1.I du RG AMF, que « *l'expert indépendant établit un rapport sur les **conditions financières** de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF* » ; dès lors, ces questions ont vocation à être débattues avec les membres du comité ad hoc, afin de délimiter les compétences et responsabilités respectives de l'organe social compétent et de l'Expert Indépendant, le cas échéant en relation avec l'AMF ;
- dès lors qu'il est public, le rapport d'expertise indépendante, inséré dans le projet de note d'information en réponse de la Cible et comportant en conclusion l'attestation d'équité, a valeur juridique ; en conséquence, les réponses aux questions des actionnaires minoritaires reçues postérieurement au dépôt du projet de note en réponse pourront, de préférence à une refonte du rapport initial, donner lieu à l'émission d'un addendum, complétant dans la version finale de la note en réponse le rapport d'expertise indépendante, et réitérant *in fine* l'attestation d'équité.

---

<sup>1</sup> [ContactOPA@amf-france.org](mailto:ContactOPA@amf-france.org)

<sup>2</sup> Advenis, Antalis, Dedalus, EPC Groupe, Mint, Spir Communication.

## **Proposition 5 : Contenu de l'avis motivé de l'organe social compétent**

### *Niveau réglementaire :*

- *RG AMF, article 231-19 4° ;*
- *Instruction 2006-07, article 3-5.*

Le RG AMF requiert dans l'avis motivé la description des diligences de l'organe social compétent pour l'établir, de l'intérêt de l'offre pour la Cible, ses actionnaires et ses salariés, ainsi que des conditions de vote dans lesquelles l'avis motivé a été rendu. L'Instruction 2006-07 impose en complément la présence d'autres informations, concernant plus particulièrement les interactions entre les membres de l'organe social compétent (le cas échéant *via* le comité ad-hoc) avec l'Expert Indépendant :

- le processus et le fondement de sa désignation ;
- la liste et l'ordre du jour des réunions concernant l'offre auxquelles les membres de l'organe social compétent ont participé ;
- les conditions de transmission du plan d'affaires à l'Expert Indépendant ;
- les principales observations écrites de la part d'actionnaires et les éléments de réponse apportés.

L'ensemble de ces dispositions sont de nature à sécuriser vis-à-vis des actionnaires minoritaires le processus décisionnel de lancement de l'offre par l'organe social compétent, à l'appui notamment de l'attestation d'équité de l'Expert Indépendant.

À l'examen des avis motivés consignés dans les notes d'information en réponse, le Groupe Offres 2020, tout en observant des disparités dans leur volumétrie, note globalement une amélioration de la documentation de ces avis, comparativement à la situation antérieure à la réforme réglementaire ; ses principaux constats sont les suivants (dans l'ordre d'énumération du RG AMF et de l'Instruction 2006-07).

### **Sur l'intérêt de l'offre et les conditions de vote : une information complète**

L'intérêt de l'offre est toujours exprimé ; le cas de la procédure de radiation pour illiquidité (article P 1.4.2 des règles particulières d'Euronext) a été mentionné dans deux situations spécifiques.

*In fine*, les conditions de vote au sein de l'organe social compétent ainsi que les résultats de ce vote sont systématiquement précisés.

### **Sur le processus et le fondement de la désignation de l'Expert Indépendant : une information « standard »**

Les critères généraux usuellement invoqués pour le choix de l'Expert Indépendant font référence, en tout ou partie :

- à la compétence ;
- à l'expérience, le cas échéant dans des missions similaires ;
- à la réputation professionnelle ;
- à la disponibilité ;
- à la composition et la qualification des membres de l'équipe ;
- aux moyens matériels ;
- aux conditions de rémunération ;
- à l'absence de conflits d'intérêts.

Toutefois, à quelques exceptions près, les avis motivés ne rendent pas compte d'une analyse comparée des réponses reçues dans le cadre des appels d'offres.

L'avis de non-opposition de l'AMF à la désignation de l'Expert Indépendant est systématiquement mentionné en l'absence de comité ad hoc réunissant suffisamment d'administrateurs indépendants.

#### **Sur la liste des réunions du comité ad hoc : une information « à géométrie variable »**

Le nombre de réunions du comité ad hoc en présence de l'Expert Indépendant varie selon les avis motivés, de même que leur fréquence (d'une seule réunion à des points hebdomadaires). L'ordre du jour en est plus ou moins détaillé.

Dans le contexte pandémique, les conditions dans lesquelles les réunions du comité ad hoc se sont tenues sont rarement précisées (le recours aux téléconférences est parfois mentionné).

#### **Sur les plans d'affaires transmis à l'Expert Indépendant : une grande diversité dans les avis motivés**

Les commentaires des avis motivés sur le contenu des plans d'affaires transmis à l'Expert Indépendant s'avèrent souvent très formels, sous diverses formulations pouvant, en substance, se résumer par :

- la simple approbation du plan d'affaires par l'organe social compétent ;
- la traduction de la meilleure estimation possible des prévisions de la Cible ;
- l'absence d'autres prévisions ou d'autres données prévisionnelles pertinentes ;
- la prise en compte de la crise du coronavirus dans les projections du plan d'affaires.

Quelques remarques plus précises ont cependant été recensées, en particulier sur les points suivants attestant, au cas par cas, de l'implication de l'organe social compétent dans la transmission des informations utiles à l'Expert Indépendant concernant le plan d'affaires :

- attachement de l'organe social compétent (en l'occurrence du conseil d'administration) à ce que l'Expert Indépendant prenne bien en compte les éléments résultant des intentions et objectifs déclarés par l'initiateur dans son projet de note d'information, qui lui sont apparus d'une particulière importance, notamment au regard de l'intérêt de l'offre pour la Cible, ses actionnaires et ses salariés, et dont il a également tenu compte dans l'élaboration de son avis motivé ;
- présentation d'un scénario dégradé par rapport au plan d'affaires de la Cible ;
- modalités de prise en compte de la crise sanitaire ;
- comparaison entre le plan d'affaires révisé et la communication financière antérieure de la Cible ;
- justification de l'absence de transmission du plan d'affaires à l'Expert Indépendant ;
- substitution de l'actif net réévalué (ANR) au plan d'affaires ;
- élaboration par l'Expert Indépendant d'un plan d'affaires sur la base des informations publiques disponibles ;
- processus d'établissement et d'approbation par l'organe social compétent de projections actualisées ;
- élaboration d'un plan d'affaires par la direction de la Cible dans le cadre d'un processus de cession, non approuvé par le conseil et non actualisé, ayant de ce fait nécessité la modélisation du décalage d'un an des prévisions.



## **Sur les questions posées par les actionnaires minoritaires : les organes compétents renvoient souvent à l'opinion de l'Expert Indépendant**

Les avis motivés intègrent des commentaires parfois approfondis sur les observations reçues de la part d'actionnaires minoritaires, en :

- faisant référence aux réponses apportées par l'Expert Indépendant, et en ne répondant distinctement qu'aux éventuelles critiques relatives au déroulement de sa mission ;
- portant une appréciation favorable sur les réponses apportées par l'Expert Indépendant.

Sur les questions ne ressortant pas des attributions de l'Expert Indépendant (dont l'attestation d'équité porte exclusivement sur les conditions financières de l'offre), l'organe social compétent peut rappeler les réponses écrites aux questions posées par les actionnaires lors de la dernière assemblée générale (sur des sujets en relation par exemple avec la gouvernance ou l'indépendance des membres du comité ad hoc).

En écho à la Proposition 4, et dans une logique d'articulation entre l'avis motivé de l'organe social compétent et le rapport de l'Expert Indépendant, des discussions entre ce dernier et le comité ad hoc sur les questions posées par les actionnaires ont été recensées sur 2 offres<sup>3</sup>.

## **Sur la motivation de l'organe compétent : une information explicite**

La motivation de l'organe compétent est toujours clairement explicitée ; certaines offres ont donné lieu à l'émission d'un second avis motivé, à la suite notamment d'un relèvement du prix de l'offre.

### **Proposition 6 : Stratégie / évolution**

*Niveau réglementaire : Instruction 2006-07, article 2-3 i).*

Le Groupe Offres 2020 s'est concentré sur l'examen des notes d'information en réponse et n'a pris connaissance des notes d'information de l'initiateur qu'en tant que de besoin ; à la lecture de ces dernières, il s'en tient au seul constat que l'obligation incombant à un actionnaire détenant déjà directement ou indirectement, seul ou de concert, la moitié au moins du capital et des droits de vote de la Cible, de préciser ses intentions en cas de mise en œuvre d'une nouvelle stratégie :

- d'une part, semble diversement suivie, et
- d'autre part, apparaît peu applicable pour une société déjà sous le contrôle de l'initiateur, dans la mesure où, en pareille circonstance, la poursuite de la stratégie déjà instaurée par l'initiateur perdure, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

---

<sup>3</sup> Advenis, Dedalus.

### **Proposition 7** : Conditions de prix

*Niveau réglementaire :*

- *RG AMF, article 236-7 ;*
- *Instruction 2006-07, article 2-2.*

Le Groupe Offres 2020 n'a relevé que deux cas pour lesquels les seuils de prix d'offre figurant dans l'Instruction 2006-07 trouvaient à s'appliquer ; il rappelle, comme l'avait fait le Groupe RO avant la réforme réglementaire, qu'indépendamment du prix plancher qui revêt un caractère conventionnel, il appartient à l'Expert Indépendant, à l'appui des méthodes et références d'évaluation retenues, d'apprécier l'équité du prix d'offre dans le contexte spécifique de l'opération.

### **Proposition 8** : Complément de prix

*Niveau réglementaire : Recommandation 2006-15, article 3.2.3.*

Le Groupe Offres 2020 a recensé deux opérations ayant donné lieu à un complément de prix<sup>4</sup>.

La recommandation 2006-15 stipule que « *lorsqu'un complément de prix est prévu, la mission de l'expert indépendant est étendue à l'analyse et au calcul, par l'initiateur, du complément de prix* », et que « *l'initiateur doit expliciter les moyens qu'il met en œuvre pour garantir qu'il sera en mesure de régler le complément de prix à l'échéance* » ; dès lors, il appartient à l'Expert Indépendant :

- soit de procéder à l'évaluation du complément de prix dans le cadre de ses travaux, pour autant que le calcul par l'initiateur puisse être vérifié, et d'en rendre compte « en temps réel » dans son rapport ;
- soit de vérifier à terme l'application des clauses régissant l'octroi du complément de prix, dont la durée est désormais limitée réglementairement à 5 ans, dans le cas il ne pourrait être calculé qu'*in fine* ; à cet égard, le Groupe RO avait fait valoir que la mission complémentaire confiée à l'Expert Indépendant 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.

### **Proposition 9** : Nouveaux seuils légaux

La mise en conformité avec la loi Pacte du Code de commerce et du règlement général de l'AMF sur les seuils légaux n'appelle pas de commentaire.

---

<sup>4</sup> Dans l'un des cas, l'expert avait pu évaluer les droits à compléments de prix (sans mission complémentaire) et dans l'autre, le droit à complément de prix avait été décrit dans le rapport d'expertise sans que l'expert puisse l'évaluer à ce stade.

**Proposition 10** : Désignation de l'expert et contenu de la lettre de mission

*Niveau réglementaire : Instruction 2006-08, article 1.*

La lettre de mission de la Cible à l'attention de l'Expert Indépendant prévue dans l'Instruction 2006-08 prévoit qu'elle indique les termes, les modalités et le fondement réglementaire de la mission, ainsi que les situations de conflit d'intérêts identifiées.

Le Groupe Offres 2020 a constaté une relative disparité dans l'application de ces dispositions :

- lettre de mission de la Cible annexée au rapport d'expertise indépendante dans 19 cas (dont 1 cas anticipant la réforme réglementaire) ; pour mémoire, une lettre de mission de la Cible apparaît très prescriptive au sujet des travaux à réaliser par l'Expert Indépendant ;
- lettre de l'Expert Indépendant, en lieu et place de la lettre de la Cible, annexée au rapport d'expertise indépendante dans 8 cas ;
- lettre de mission de la Cible et lettre de mission de l'Expert Indépendant annexées au rapport d'expertise indépendante dans 1 cas ;
- lettre de mission de la Cible non annexée au rapport d'expertise indépendante dans 4 cas ;
- 3 offres antérieures à la réforme réglementaire n'ont *de facto* pas mobilisé les dispositions de l'Instruction 2006-08 concernant la lettre de mission de la Cible.

Cet « état des lieux » appelle, de l'avis du Groupe Offres 2020, les précisions suivantes :

- il appartient à l'Expert Indépendant d'obtenir la lettre de mission de la Cible et de l'annexer à son Rapport ; sa propre lettre de mission n'a pas vocation à se substituer à celle de la Cible en annexe au rapport d'expertise ;
- les contours de la lettre de mission de la Cible sont réglementairement délimités, en particulier en ce qui concerne le fondement de la mission de l'Expert Indépendant qui doit être détaillé par référence aux chapitres et alinéas de l'article 261-1 du RG AMF relatifs aux points de saisine, mais ne sauraient s'étendre au programme de travail de l'Expert Indépendant ; pour mémoire, la Proposition 10 telle que soumise à la consultation publique mentionnait que « *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.** [...] » ;*
- indépendamment des prescriptions de l'Instruction 2006-08 qui lui sont imposées quant aux termes, aux modalités et au fondement réglementaire de sa mission, ainsi qu'aux situations de conflits d'intérêts identifiées, la nature et le périmètre des travaux de l'Expert Indépendant relèvent de sa seule responsabilité et sont le gage de son indépendance vis-à-vis de l'ensemble des parties prenantes à l'offre, y compris la Cible représentée par l'organe social compétent ;
- le Groupe RO rappelait à ce titre qu'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 ; le Groupe Offres 2020 réaffirme 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 la formulation de l'attestation d'équité.

**Proposition 11** : Description de la mission dans le rapport d'expertise

*Niveau réglementaire : Instruction 2006-08, article 3-II. 3.*

L'Instruction 2006-08 met en avant la nécessité de faire état dans le rapport d'expertise :

- des règles d'indépendance de l'expert prévues à l'article 1<sup>er</sup> sur renvoi à l'article 261-4 du RG AMF et des situations de conflits d'intérêts par référence à l'article 261-1 I du RG AMF ;
- de la lettre de mission de la Cible en annexe du rapport d'expertise ;
- de l'intention exprimée par l'initiateur de l'offre de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre, par référence à l'article 261-1 II du RG AMF.

Au regard de ces dispositions, l'examen des rapports d'expertise n'appelle pas d'autres observations que celles formulées *supra* (Proposition 10).

Pour mémoire, l'intention exprimée par l'initiateur de l'offre de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue du dépôt du projet de note d'information de la Cible, dans un cas précis, a nécessité *de facto* l'émission d'un second rapport d'expertise indépendante.

**Proposition 12** : Délai d'intervention de l'expert

*Niveau réglementaire :*

- *RG AMF 262-1 II ;*
- *Instruction 2006-07, article 3-3.*

Le délai minimum de vingt jours de négociation prévu dans les textes à compter de la désignation de l'Expert Indépendant et de la réception des principaux documents qu'il estime nécessaires à l'élaboration de sa mission a été apparemment systématiquement respecté.

À titre de rappel des dispositions réglementaires relatives au délai d'intervention de l'expert, l'article 262-1 II du RG AMF indique que, sans préjudice du délai **suffisant** dont doit disposer l'expert pour élaborer son rapport, qui ne peut être inférieur à vingt jours de négociation, dans le cas prévu à l'article 231-26 I 3° où « *Lorsque l'offre est déposée par un actionnaire détenant déjà, directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée, [et où] cette dernière ne peut déposer son projet de note en réponse avant l'expiration du délai de quinze jours de négociation suivant le dépôt du projet de la note d'information par l'initiateur* », l'expert ne peut remettre son rapport avant l'expiration dudit délai de quinze jours de négociation.

**Il appartient donc à l'Expert Indépendant de veiller au respect de ces dispositions et, le cas échéant, à l'articulation entre les délais de remise de son rapport et de dépôt de la note d'information en réponse dans laquelle il est inséré.**

**Proposition 13** : Informations devant être reçues par l'expert

*Niveau réglementaire ; Instruction 2006-08, article 3-II. 7.*

Les dispositions de l'Instruction 2006-08 concernant la nature des informations à inclure par l'Expert Indépendant dans son rapport ont été, au moins formellement, suivies d'effets, nonobstant une relative hétérogénéité dans les précisions sur les sources documentaires exploitées.

La confirmation par l'Expert Indépendant de l'obtention de tous les documents qu'il estime nécessaires à l'accomplissement de sa mission est rarement explicite, dans la mesure où, comme le mentionnait le Groupe RO, l'Expert Indépendant ne peut garantir à lui seul que l'intégralité des informations utiles à sa mission lui ont été transmises, cette assurance d'exhaustivité ne pouvant être obtenue que de la part de ses interlocuteurs au travers de lettres d'affirmation.

**Le Groupe Offres 2020 réaffirme en conséquence la nécessité pour l'Expert Indépendant de requérir une lettre de représentation de la direction de la Cible et, le cas échéant, de l'initiateur confirmant qu'au-delà de ses requêtes documentaires, l'ensemble des informations utiles à l'accomplissement de sa mission lui ont été transmises.**

**Proposition 14** : Remise d'un rapport « en l'état »

*Niveau réglementaire : RG AMF, article 262-1 III.*

Le cas de carence d'information envisagé par le Groupe RO et introduit dans le RG AMF, ou de délai insuffisant pour élaborer le rapport d'expertise indépendante, qui conduirait à la remise d'un rapport « en l'état », n'a pas été constaté par le Groupe Offres 2020.

**Proposition 15** : Contextualisation de la conclusion du rapport de l'expert

*Niveau réglementaire : Instruction 2006-08, article 3-II. 11.*

Le Groupe RO soulignait avant la réforme réglementaire que 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, et qu'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.

Sur le plan méthodologique, le Groupe Offres 2020 constate, à la lecture des rapports d'expertise et de leurs conclusions sous la forme des attestations d'équité, des différences de présentation en fonction notamment :

- des enjeux économiques de l'offre, qui peuvent, soit être relativisés (par exemple dans le cas d'une opération visant à un simple renforcement de l'initiateur dans le capital de la Cible), soit au contraire revêtir une importance cruciale (par exemple dans le cas du renflouement de la Cible par l'initiateur dans un contexte de crise de liquidité) ;
- du rappel du fondement réglementaire de la mission au regard des points de saisine de l'Expert Indépendant.

Sans qu'elle soit systématique, la synthèse des diligences, positionnée avant l'attestation d'équité, permet, dans les opérations complexes portant par exemple sur plusieurs natures de titres ou impliquant des accords connexes, ainsi que dans les offres visant un retrait obligatoire, de récapituler les arguments militant en faveur du caractère équitable des termes de l'offre au vu de ses spécificités.

**En tout état de cause, l'Expert Indépendant doit s'attacher en conclusion à justifier l'équité, en lien avec les points de saisine figurant dans la lettre de mission de la Cible (Proposition 10) et plus largement en relation avec la nature de l'offre, d'où la nécessité, tout en conservant une marge d'expression dans la formulation de l'attestation d'équité, de répondre point par point à la mission qui lui est confiée.**

**La problématique de la contextualisation de l'offre dans le rapport d'expertise indépendante pourra être traitée plus avant dans le cadre d'un prochain groupe de travail au sein de l'APEI.**

**Proposition 16** : Désignation d'un nouvel expert en cas d'insuffisances significatives

*Niveau réglementaire :*

- *RG AMF, article 261-1-1 II et III ;*
- *Instruction 2006-08, article 2.*

Cette disposition prévue à l'article 261-1-1 du RG AMF n'a pas trouvé à s'appliquer.

## **Proposition 17** : Revue de la qualité du rapport

*Niveau réglementaire : Instruction 2006-08, article 3-II. 12.*

Sur les 35 opérations étudiées, le contrôle qualité est mentionné dans l'ensemble des rapports d'expertise indépendante, avec un niveau de restitution toutefois variable (d'une phrase succincte mentionnant le nom et la qualité du contrôleur qualité, jusqu'à une annexe entièrement dédiée à la description des diligences qu'il a effectuées, assorties le cas échéant de contrôles spécifiques à l'opération).

Dans la majorité des cas, la partie du rapport d'expertise indépendante consacrée au contrôle qualité fait référence :

- au nom de la personne en charge du contrôle qualité et à son expérience ;
- à son indépendance et au fait qu'elle n'a pas participé directement à la mission ;
- à la nature des diligences qu'elle a effectuées, portant généralement sur la revue des travaux d'évaluation et du contenu du rapport avec une attention particulière sur ses conclusions ; à ce titre, deux experts dissocient la revue, d'une part, des travaux de modélisation et, d'autre part, du contenu du rapport, en y affectant des personnes différentes.

La compilation des informations relatives au contrôle qualité sur le panel d'offres examinées permet d'ores et déjà de recenser un certain nombre de pratiques. À titre purement indicatif des diligences dévolues au contrôleur qualité, le Groupe Offres 2020 a recensé (dans l'ordre chronologique du déroulement de la mission de l'Expert Indépendant) :

- la non-participation directe du contrôleur qualité à la mission ;
- la revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- la révision des projets de lettre de mission et de programme de travail ;
- la sollicitation du contrôleur qualité par l'équipe en charge de la réalisation de l'expertise indépendante sur tout sujet en relation avec la mission (méthodologique, technique, réglementaire, déontologique) ;
- la cosignature d'un questionnaire en fin de mission entre le contrôleur qualité et le ou les associé(s) signataire(s) du rapport ;
- la vérification de la conformité des diligences effectuées au règlement général de l'AMF, ainsi qu'aux dispositions des Instructions 2006-07 et 2006-08 et à la Recommandation 2006-15 ;
- l'examen des fichiers de synthèse sous-tendant l'évaluation multicritère du ou des titre(s) visé(s) par l'offre ;
- la revue des travaux d'évaluation et des conclusions du rapport ;
- la formalisation écrite des échanges entre le contrôleur qualité et le ou les associé(s) signataire(s) du rapport durant la mission, de même que des questions à l'attention de ces derniers sur les paramètres d'évaluation multicritère des titres visés par l'offre, leur appréciation des accords connexes et la synthèse des échanges avec leurs interlocuteurs ;
- la validation de la structure du rapport et de la cohérence avec le champ de la mission défini dans la lettre de mission de la Cible par les points de saisine de l'expert ;

- la vérification du respect des procédures internes au cabinet applicables en matière d'expertise indépendante ;
- la révision du ou des projet(s) de lettres(s) d'affirmation ;
- la revue des documents justifiant le fondement de l'opinion du ou de(s) associé(s) signataire(s) et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport ;
- le suivi de la rédaction du rapport sur le plan formel, jusqu'à sa version ultime, en relation avec le ou le(s) signataire(s) du rapport, par la formalisation de « questions-réponses » ;
- la vérification *in fine* par le contrôleur qualité de la cohérence entre le contenu du rapport et en conclusion l'attestation d'équité.

**Ces différentes pratiques seront étudiées dans le cadre d'un prochain groupe de travail que l'APEI envisage de constituer, groupe qui pourra être amené à formuler des recommandations.**



## Proposition 18 : Rémunération de l'expert

*Niveau réglementaire : Instruction 2006-08, article 3-II. 6.*

Le Groupe Offres 2020 a recensé l'intervention d'une quinzaine d'experts :

- Accuracy
- Advisorem
- Advolis
- A2EF
- 8 Advisory
- Associés en Finance
- BMA
- Crowe HAF
- Farthouat Finance
- Finexsi
- JPA
- Kling
- Ledouble
- Orfis
- Sorgem

Les dispositions de l'Instruction 2006-08 ont été suivies, étant précisé que :

- le montant des honoraires d'expertise indépendante s'étale entre 45 K€ et 525 K€, et s'avère peu corrélé à la capitalisation boursière de la Cible ;
- 24 opérations ont été facturées au titre de l'expertise indépendante à un montant d'honoraires inférieur à 100 K€ (dont 11 opérations aux alentours de 50 K€).

Au total, 4,1 M€ ont été facturés sur l'ensemble des offres, soit une moyenne de 116 K€ et une médiane de 80 K€ par opération, les taux horaires étant variables. À titre indicatif, le montant total des honoraires d'expertise indépendante représente 3% des frais engagés par l'initiateur.

L'observation du nombre d'heures minimum consacré à une expertise indépendante combiné aux moyens humains et matériels nécessaires à sa réalisation montre que le budget peut très vite dépasser le seuil minimum de 50 K€ évoqué dans l'Instruction 2006-08.

À cet égard le Groupe Offres 2020 réaffirme le constat formulé par le Groupe RO selon lequel « 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, forte 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 [soumises par l'AMF à la consultation publique], à l'exception de rares opérations nécessitant des diligences *a minima*, dépasse nécessairement et assez largement le seuil susmentionné ».

## Annexe 1 : Liste des offres publiques

	<b>Date visa AMF</b>	<b>Date dépôt</b>	<b>Société Cible</b>	<b>Initiatrice</b>
1	07/01/2020	12/12/2019	Traqueur	Coyotte
2	04/02/2020	10/12/2019	OENEO	Caspar
3	04/02/2020	06/12/2019	Weborama	Startup Avenue
4	18/02/2020	21/01/2020	Brasseries du Cameroun	Société des brasseries et glaciers internationales
5	26/05/2020	24/04/2020	April	Andromeda Investissements SAS
6	26/05/2020	08/04/2020	Blue Solutions	Bolloré
7	26/05/2020	12/03/2020	Business&Décision	Orange
8	23/06/2020	18/05/2020	Dedalus	Dedalus Italie
9	23/06/2020	07/05/2020	Harvest	Winnipeg Participations
10	21/07/2020	23/06/2020	Evergreen SA / Digigram	Evergreen SAS
11	28/07/2020	08/07/2020	Ingenico	Worldline
12	28/07/2020	03/07/2020	Mediawan	Bidco Breteuil
13	15/09/2020	09/07/2020	IntegraGen	OncoDNA
14	15/09/2020	24/08/2020	agta record	ASSA ABLOY Euro Holding AB
15	29/09/2020	11/09/2020	Medicrea International	Covidien Group S.à.r.l.
16	13/10/2020	11/09/2020	Devoteam	Castillon SAS
17	13/10/2020	23/07/2020	Antalis	Kokusai Pulp & Paper Co., Ltd
18	13/10/2020	23/09/2020	ECA	ECA
19	27/10/2020	05/10/2020	Sodifrance	Sopra Steria
20	27/10/2020	07/10/2020	Le Bélier	Wencan Holding (France) SAS
21	10/11/2020	06/10/2020	Groupe Open	New Go
22	10/11/2020	07/10/2020	Horizontal Software	HSW développement
23	10/11/2020	02/10/2020	Lafuma	Calida Holding AG
24	24/11/2020	24/09/2020	Advenis	Inovalis
25	24/11/2020	19/10/2020	Envea	Envea Global
26	24/11/2020	03/11/2020	Genkyotex	Calliditas Therapeutics
27	08/12/2020	13/11/2020	Mint	Mercure Energie
28	08/12/2020	09/11/2020	Anevia	Ateme
29	29/09/2020	18/12/2020	Easyvista	Eurazeo PME
<b><u>Visées en 2021</u></b>				
30		10/11/2020	Spir Communication	Sofiouest
31		02/12/2020	1000mercis	1000mercis
32		07/12/2020	Amplitude Surgical	Auroralux
33		09/12/2020	Bouygues Construction	Bouygues S.A.
34		18/12/2020	EPC Groupe	E.J. Barbier
35		18/12/2020	Selectirente	Sofidy

## Annexe 2 : Textes modifiés à la suite de la réforme réglementaire de l'AMF (février 2020)

Proposition 1 : Indépendance de l'organe social compétent de la société visée et comité *ad hoc*

*RG AMF, article 261-1 III*

L'expert indépendant est désigné, dans les conditions fixées par une instruction de l'AMF, par l'organe social compétent de la société visée sur proposition d'un comité *ad hoc* composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants. Ce comité assure le suivi des travaux de l'expert et prépare un projet d'avis motivé.

*RG AMF, article 261-1-1*

I. - Lorsque la société visée n'est pas en mesure de constituer le comité *ad hoc* mentionné au III de l'article 261-1, elle soumet à l'AMF, dans les conditions précisées par une instruction de l'AMF, l'identité de l'expert indépendant qu'elle envisage de désigner.

II. - Lorsque l'AMF constate que le rapport d'expertise contient des insuffisances significatives, elle peut demander à la société visée de désigner à ses frais un nouvel expert indépendant aux fins d'émettre une nouvelle attestation d'équité dans les conditions mentionnées au I de l'article 262-1. Il en va ainsi notamment lorsque le rapport ne rend pas compte d'une situation de conflit d'intérêts ou lorsqu'il comporte des incohérences ou des lacunes significatives.

Dans le cas prévu à l'alinéa précédent, la société visée soumet à l'AMF, dans les conditions précisées par une instruction de l'AMF, l'identité de l'expert indépendant qu'elle entend désigner.

III. - Dans les cas visés aux I et II du présent article, l'AMF peut, le cas échéant, s'opposer à la désignation de l'expert indépendant proposé par la société visée, dans un délai de dix jours de négociation, lorsqu'elle a des motifs raisonnables de considérer que l'expert ne présente pas les compétences ou garanties suffisantes, notamment d'indépendance, pour assurer sa mission. Lorsque l'AMF demande des précisions ou des informations complémentaires à la société visée, ce délai est suspendu jusqu'à réception de celles-ci.

*Instruction 2006-08, article 2*

Pour l'application de l'article 261-1-1 du règlement général, la société visée par l'offre publique indique à l'AMF :

- l'identité de l'expert indépendant qu'elle envisage de désigner ;
- les termes et modalités de sa mission, le fondement réglementaire de celle-ci et les situations de conflit d'intérêts identifiées ;
- les moyens matériels et humains dont celui-ci dispose pour la réalisation de sa mission et notamment la composition et les qualifications des personnels dédiés à cette mission ;
- le programme de travail prévisionnel détaillé ;
- le nombre d'heures de travail anticipé et le montant de la rémunération prévue.

L'AMF peut demander toute précision auprès de la société visée ou de l'expert pressenti.

Proposition 2 : Disjonction de 15 jours entre le dépôt de la note d'information et celui de la note en réponse en cas d'offre de fermeture

*RG AMF, article 231-26 I 3°*

Lorsque l'offre est déposée par un actionnaire détenant déjà, directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée, cette dernière ne peut déposer son projet de note en réponse avant l'expiration du délai de quinze jours de négociation suivant le dépôt du projet de la note d'information par l'initiateur.

*RG AMF, article 262-1 II*

À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au 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 vingt jours de négociation. Sans préjudice du délai précédent, dans le cas prévu au 3° du I de l'article 231-26, l'expert ne peut remettre son rapport avant l'expiration du délai de quinze jours de négociation mentionné à cet article.

Proposition 3 : Favoriser le contact avec les actionnaires

*Instruction 2006-07, article 1*

**Les actionnaires peuvent faire connaître à l'AMF leurs observations sur un projet d'offre publique déposé ou annoncé, en envoyant celles-ci à l'adresse suivante : [contactOPA@amf-france.org](mailto:contactOPA@amf-france.org). L'AMF transmet ces observations, en tant que de besoin, à l'initiateur, à la société visée et à l'expert indépendant.**

Outre le projet de note d'information, l'initiateur transmet, seul ou conjointement avec la société visée, à l'AMF :

1. les attestations mentionnées à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF ;
2. l'intégralité des accords conclus par les sociétés concernées ou par leurs actionnaires, directement ou par personne interposée, susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'opération ou sur son issue et dont elles ont connaissance (personnes physiques ou morales membres de l'accord et dispositions principales) ;
3. les engagements d'apport à l'offre ;
4. le procès-verbal du dernier conseil d'administration, du dernier conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent au cours duquel un avis a été donné sur l'intérêt de l'offre ;
5. toute autre information que l'AMF estimera utile pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement du marché.

*Recommandation 2006-15, article 5*

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 un contact en son sein et le nom de l'expert indépendant mandaté sur l'offre afin que les actionnaires puissent prendre contact avec ces derniers.

Proposition 4 : Prise en compte des observations des actionnaires par l'expert dans son rapport

*Instruction 2006-07, article 1*

**Les actionnaires peuvent faire connaître à l'AMF leurs observations sur un projet d'offre publique déposé ou annoncé, en envoyant celles-ci à l'adresse suivante : [contactOPA@amf-france.org](mailto:contactOPA@amf-france.org). L'AMF transmet ces observations, en tant que de besoin, à l'initiateur, à la société visée et à l'expert indépendant.**

Outre le projet de note d'information, l'initiateur transmet, seul ou conjointement avec la société visée, à l'AMF :

1. les attestations mentionnées à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF ;
2. l'intégralité des accords conclus par les sociétés concernées ou par leurs actionnaires, directement ou par personne interposée, susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'opération ou sur son issue et dont elles ont connaissance (personnes physiques ou morales membres de l'accord et dispositions principales) ;
3. les engagements d'apport à l'offre ;
4. le procès-verbal du dernier conseil d'administration, du dernier conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent au cours duquel un avis a été donné sur l'intérêt de l'offre ;
5. toute autre information que l'AMF estimera utile pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement du marché.

*Instruction 2006-08, article 3-II. 10*

Lorsque l'expert indépendant reçoit des observations écrites d'actionnaires concernant sa mission dans les conditions précisées par l'article 1er de l'instruction AMF DOC-2006-07 sur les offres publiques d'acquisition, il présente, dans un chapitre dédié de son rapport, les principaux arguments développés dans ces observations, ainsi que son analyse et son appréciation. Il indique, le cas échéant, les raisons pour lesquelles il a, ou non, tenu compte de ces observations dans ses travaux.

*Recommandation 2006-15, article 5*

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 un contact en son sein et le nom de l'expert indépendant mandaté sur l'offre afin que les actionnaires puissent prendre contact avec ces derniers.

## Proposition 5 : Contenu de l'avis motivé de l'organe social compétent

### *RG AMF, article 231-19 4°*

L'avis motivé du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère de l'organe compétent, précise :

- les diligences que celui-ci a effectuées aux fins de la préparation de cet avis, dans les conditions fixées par une instruction de l'AMF ;
- l'intérêt de l'offre et les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés, et, le cas échéant, les mesures susceptibles de faire échouer l'offre qu'elle a mise en œuvre ou décide de mettre en œuvre. En cas de mesure nouvelle susceptible de faire échouer l'offre, la société publie un communiqué pour en informer le marché ;
- les conditions de vote dans lesquelles cet avis a été obtenu sont précisées, tout membre pouvant demander qu'il soit fait état de son identité et de sa position.

Dans l'hypothèse où l'organe social compétent adopte un avis motivé qui s'écarte du projet proposé par le comité ad hoc mentionné au III de l'article 261-1, il en fait connaître les raisons dans cet avis.

### *Instruction 2006-07, article 3-5*

Les conditions dans lesquelles l'avis motivé du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou de l'organe compétent sur l'intérêt ou le risque que présente l'offre pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés a été obtenu, doivent être rapportées dans la note en réponse.

Il convient de préciser :

- a) Le nombre de membres présents et absents ;
- b) Le résultat du vote ;
- c) S'il y a lieu, les opinions divergentes.

**L'avis motivé de l'organe social compétent, qu'il s'agisse du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de la formation appelée à se prononcer précise :**

- **le processus et le fondement de la désignation de l'expert et les éléments qui ont concouru à sa désignation, en ce compris l'expérience, la composition et les qualifications des personnels dédiés à la mission, ainsi que les moyens matériels de l'expert ;**
- **la liste des réunions concernant l'offre publique auxquelles les membres de l'organe social compétent ont assisté. Cette liste comprend notamment les thèmes et les problématiques abordés ;**
- **dans l'hypothèse où un plan d'affaires a été transmis à l'expert, si celui-ci a été revu ou approuvé par l'organe social compétent de la société visée selon les procédures habituelles, s'il traduit, au moment de l'offre publique, la meilleure estimation possible des prévisions de la société visée, et s'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes ;**
- **dans l'hypothèse où un plan d'affaires a été transmis à l'expert, une explication des éventuelles différences significatives entre ce plan et la communication financière antérieure de la société visée ;**
- **le cas échéant, les raisons pour lesquelles aucun plan d'affaires ou aucune donnée prévisionnelle pertinente n'ont été transmis à l'expert ;**
- **les principales observations écrites d'actionnaires reçues dans les conditions prévues à l'article 1 et les éléments de réponse apportés, le cas échéant, en lien avec le rapport de l'expert indépendant.**

La note en réponse mentionne l'avis motivé du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou de l'organe compétent sur les offres ultérieures (surenchères ou offres concurrentes) intervenues avant le visa de la note de réponse le cas échéant, ainsi que les conditions dans lesquelles cet avis a été rendu.

**Les motivations de l'avis du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou de l'organe compétent doivent être rapportées et argumentées dans la note en réponse. La note mentionne notamment les éléments sur le fondement desquels le conseil d'administration, le conseil de surveillance ou de l'organe compétent a fondé son avis motivé.**

Proposition 6 : Stratégie / évolution

*Instruction 2006-07, article 2-3 i)*

La possibilité d'une offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire ou d'un retrait obligatoire, au cas où l'initiateur viendrait à détenir au moins 90 % des titres de capital ou donnant ou pouvant donner accès au capital ou aux droits de vote.

- L'initiateur précise dans sa note d'information s'il se réserve la possibilité de demander la radiation de la société visée. Dans ce cas, il rappelle que l'entreprise de marché ne pourra accepter cette demande que si les résultats de l'offre réduisent fortement la liquidité du titre, de telle sorte que la radiation de la cote soit de l'intérêt du marché, et sous réserve du droit d'opposition de l'AMF.

- La note d'information précise également les perspectives d'évolution de la politique de dividende des sociétés concernées : initiateur, société visée si elle demeure cotée suite à l'opération, ou société nouvelle résultant de la fusion éventuelle de ces deux entités.

**Lorsque l'offre est déposée par un actionnaire détenant déjà directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée, et que ledit actionnaire souhaite mettre en œuvre une nouvelle stratégie, il doit préciser ses intentions concernant cette stratégie et confirmer sa prise en compte dans la valorisation de la société.**



Proposition 7 : Conditions de prix

*RG AMF, article 236-7*

**Dans l'hypothèse prévue au 1° de l'article 233-1, les dispositions relatives au prix de l'offre figurant à l'article 233-3 s'appliquent.**

L'offre publique de retrait est réalisée par achats, dans les conditions et selon les modalités fixées lors de l'ouverture de l'offre, pendant une période de dix jours de négociation au moins ou, si les circonstances et les modalités de l'opération le justifient, par centralisation des ordres de vente ou d'échange auprès de l'entreprise de marché ou, sous son contrôle, par le prestataire présentateur.

Lorsque l'offre publique de retrait comporte une branche en titres et une branche libellée en numéraire sans réduction des ordres, l'initiateur de l'offre peut acquérir, par dérogation aux dispositions de l'article 231-41, les titres visés par achats aux conditions stipulées dans la branche libellée en numéraire.

*Instruction 2006-07, article 2-2*

[...]

Lorsque l'offre est déposée par un actionnaire détenant déjà ou venant à détenir directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée, l'initiateur doit également justifier, le cas échéant, des raisons pour lesquelles le prix ou la parité proposés font ressortir une valeur inférieure :

- à l'actif net comptable ;

- à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de transactions, pendant les 60 jours, 120 jours et 180 jours de négociation précédant l'annonce ou le fait générateur de l'offre. Pour les besoins de ce calcul, les cours et volumes utilisés sont ceux constatés sur le marché sur lequel les actions de la société visée bénéficient de la liquidité la plus importante ;

- au prix extériorisé par toute opération significative intervenue sur le capital de la société visée lors des 18 mois précédant l'annonce ou le fait générateur de l'offre.

L'initiateur doit également justifier des raisons pour lesquelles ces références ne sont pas retenues.

Lorsque l'offre comporte en tout ou partie la remise de titres, les éléments relatifs à la société visée sont confrontés à des éléments équivalents pour la société dont les titres sont remis en échange. L'initiateur établit un récapitulatif des données précédemment évoquées sous forme de tableau reprenant l'ensemble des résultats obtenus à l'aide des divers éléments d'appréciation présentés.

[...]

Proposition 8 : Complément de prix

*Recommandation 2006-15, article 3.2.3*

[...]

Lorsqu'il existe un aléa de valorisation lié à des circonstances spécifiques et pré-existantes à l'offre, portant notamment sur des actifs particuliers, des litiges ou des procédures en cours, la prise en compte de celui-ci peut donner lieu à l'établissement d'un complément de prix dont la durée est limitée à 5 ans. Dans ce cas, l'initiateur doit expliciter les moyens qu'il met en œuvre pour garantir qu'il sera en mesure de régler le complément de prix à l'échéance.

Lorsqu'un complément de prix est prévu, la mission de l'expert indépendant est étendue à l'analyse et au calcul, par l'initiateur, du complément de prix.

Proposition 9 : Nouveaux seuils légaux (pour mémoire)

Domaine législatif.

Proposition 10 : Désignation de l'expert et contenu de la lettre de mission

*Instruction 2006-08, article 1*

**L'expert est désigné par la société visée par l'offre publique à l'issue d'un processus lui permettant d'avoir une connaissance aussi précise et complète que possible de la mission confiée. A ce titre, la société indique par écrit à l'expert les termes et modalités de sa mission, le fondement réglementaire de celle-ci, ainsi que les situations de conflit d'intérêts identifiées. L'expert se voit remettre une lettre de mission contenant l'intégralité de ces informations et annexe celle-ci à son rapport.**

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.

Proposition 11 : Description de la mission dans le rapport

*Instruction 2006-08, article 3-II. 3*

Le rapport d'expertise comporte les informations suivantes :

1. lorsque l'expert est une personne morale, une présentation synthétique de la personne morale et, le cas échéant, du groupe auquel elle appartient, de son activité et de son organisation ;
2. la liste des missions d'expertise indépendante réalisées par l'expert au cours des 12 derniers mois ;

**3. les éléments mentionnés à l'article 1 al. 1er et en annexe de son rapport, la lettre de mission. L'expert indépendant précise notamment si son intervention est motivée :**

- par l'existence de conflits d'intérêts, liés à l'offre, au sein du conseil d'administration, de surveillance ou de l'organe compétent de la société visée (article 261-1 I du règlement général) ; et / ou
- par l'intention exprimée par l'initiateur de l'offre de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de celle-ci (article 261-1 II).

**Lorsque son intervention résulte de l'existence de conflits d'intérêts, l'expert indépendant les décrit de façon circonstanciée.**

[...]

Proposition 12 : Délai d'intervention de l'expert

*RG AMF, article 262-1 II*

À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au 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 vingt jours de négociation. Sans préjudice du délai précédent, dans le cas prévu au 3° du I de l'article 231-26, l'expert ne peut remettre son rapport avant l'expiration du délai de quinze jours de négociation mentionné à cet article.

*Instruction 2006-07, article 3-3*

Dans les cas prévus à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, la note en réponse comporte le rapport de l'expert, établi conformément aux dispositions du titre VI du livre II du règlement général de l'AMF et à l'instruction AMF DOC-2006-08.

La société visée peut, sous sa propre responsabilité, décider de ne pas mentionner certaines informations figurant dans le rapport de l'expert afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur.

L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception des principaux documents que l'expert estime nécessaires à l'élaboration de sa mission.

Proposition 13 : Informations devant être reçues par l'expert

*Instruction 2006-08, article 3-II. 7*

Le rapport d'expertise comporte les informations suivantes :

[...]

7. une description des diligences effectuées par l'expert qui doit notamment comprendre le programme de travail détaillé, le calendrier de l'étude, la liste des personnes rencontrées par l'expert au cours de sa mission (membres des organes de direction, banquiers conseils, ...), les sources d'information utilisées, le personnel associé à sa réalisation en précisant l'expérience et la qualification professionnelle des différents intervenants. L'expert indique également s'il a reçu, en temps utiles, tous les documents qu'il estime nécessaire à l'accomplissement de sa mission, notamment :

- la lettre d'affirmation de la société visée ;

- le cas échéant, les données prévisionnelles concernant la société visée établies par l'initiateur et la ou les lettres d'affirmation de la société cible et, le cas échéant, de l'initiateur ;

- les accords conclus dans le cadre de l'offre ;

- les éventuelles synergies anticipées lorsque celles-ci sont chiffrées ;

[...]

Proposition 14 : Remise d'un rapport « en l'état »

*RG AMF, article 262-1 III*

Lorsque l'expert considère ne pas avoir eu un délai suffisant pour élaborer son rapport compte tenu des développements de sa mission ou des retards dans la mise à disposition des documents et informations nécessaires à l'accomplissement de celle-ci, il remet un rapport sans attestation d'équité et en explique les raisons.

Proposition 15 : Contextualisation de la conclusion du rapport de l'expert

*Instruction 2006-08, article 3-II. 11*

Le rapport d'expertise comporte les informations suivantes :

[...]

11. une attestation qui conclut sur le caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'offre publique ou de l'opération concernée. Elle est établie au regard du contexte et du fondement réglementaire de la mission de l'expert. Cette attestation figure en conclusion du rapport de l'expert indépendant ;

[...]

Proposition 16 : Désignation d'un nouvel expert en cas d'insuffisances significatives

*RG AMF, article 261-1-1 II*

Lorsque l'AMF constate que le rapport d'expertise contient des insuffisances significatives, elle peut demander à la société visée de désigner à ses frais un nouvel expert indépendant aux fins d'émettre une nouvelle attestation d'équité dans les conditions mentionnées au I de l'article 262-1. Il en va ainsi notamment lorsque le rapport ne rend pas compte d'une situation de conflit d'intérêts ou lorsqu'il comporte des incohérences ou des lacunes significatives.

Dans le cas prévu à l'alinéa précédent, la société visée soumet à l'AMF, dans les conditions précisées par une instruction de l'AMF, l'identité de l'expert indépendant qu'elle entend désigner.

*RG AMF, article 261-1-1 III*

Dans les cas visés aux I et II du présent article, l'AMF peut, le cas échéant, s'opposer à la désignation de l'expert indépendant proposé par la société visée, dans un délai de dix jours de négociation, lorsqu'elle a des motifs raisonnables de considérer que l'expert ne présente pas les compétences ou garanties suffisantes, notamment d'indépendance, pour assurer sa mission. Lorsque l'AMF demande des précisions ou des informations complémentaires à la société visée, ce délai est suspendu jusqu'à réception de celles-ci.

*Instruction 2006-08, article 2*

Pour l'application de l'article 261-1-1 du règlement général, la société visée par l'offre publique indique à l'AMF :

- l'identité de l'expert indépendant qu'elle envisage de désigner ;
- les termes et modalités de sa mission, le fondement réglementaire de celle-ci et les situations de conflit d'intérêts identifiées ;
- les moyens matériels et humains dont celui-ci dispose pour la réalisation de sa mission et notamment la composition et les qualifications des personnels dédiés à cette mission ;
- le programme de travail prévisionnel détaillé ;
- le nombre d'heures de travail anticipé et le montant de la rémunération prévue.

L'AMF peut demander toute précision auprès de la société visée ou de l'expert pressenti.

Proposition 17 : Revue de la qualité du rapport

*Instruction 2006-08, article 3-II. 12*

Le rapport d'expertise comporte les informations suivantes :

[...]

12. une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue de la qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie.

Proposition 18 : Rémunération de l'expert

*Instruction 2006-08, article 3-II. 6*

Le rapport d'expertise comporte les informations suivantes :

[...]

6. le montant de la rémunération perçue par l'expert. Lorsque cette rémunération est inférieure à 50 000 € HT, l'expert justifie, dans son rapport, son niveau au regard des diligences effectuées. Sont également précisés dans le rapport le nombre d'heures consacrées à la mission, les qualifications des personnels dédiés à cette mission et les principales étapes de celle-ci. Lorsque l'expert perçoit un complément de rémunération, celui-ci doit être expliqué et justifié dans les mêmes conditions.

[...]