



Evaluations dans le cadre des Attestations d'équité émises à l'occasion d'offres publiques selon le RG AMF et les bonnes pratiques de l'APEI, au regard des standards internationaux émis par l'IVSC (« IVS 100 à 106 »)

Octobre 2026

La présente note a été établie par un groupe de travail composé de représentants de structures professionnelles membres de l'APEI :

Membres : Olivier PERONNET (FINEXSI)
Gilles de COURCEL (ANALYSIS GROUP)
Jacques POTDEVIN (JPA)
Amaury WERNERT (KROLL)

Evaluations dans le cadre des Attestations d'équité émises à l'occasion d'offres publiques selon le RG AMF et les bonnes pratiques de l'APEI, au regard des standards internationaux émis par l'IVSC (« IVS 100 à 106 »)

Les experts membres de l'APEI interviennent en particulier dans le cadre de missions d'évaluation relatives à des opérations financières telles que les offres publiques (OPA, OPAS, OPE, OPRO). À ce titre, ils sont soumis aux dispositions du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») ainsi qu'à ses recommandations.

Afin d'accompagner ses membres dans l'application de ces règles, l'APEI a publié un ensemble de communications regroupées dans un recueil de bonnes pratiques. Ce dernier vise à guider les évaluateurs dans leurs démarches et à favoriser un alignement méthodologique cohérent.

Les standards internationaux de l'IVSC (International Valuation Standards Council) ont pour objectif d'accroître la confiance du public dans les processus d'évaluation, en établissant des normes (« standards ») transparentes et cohérentes, et en veillant à ce qu'elles soient adaptées et appliquées dans le monde entier, définissant un langage commun en matière d'évaluation, contribuant ainsi à :

- Renforcer l'attractivité des places financières qui les appliquent,
- Faciliter la qualité des échanges entre marchés, et
- Servir les intérêts des investisseurs en assurant transparence et fiabilité des évaluations.

L'enjeu est donc majeur, tant pour les autorités de régulation que pour les professionnels de l'évaluation, qui doivent confronter régulièrement leurs approches et règles de fonctionnement aux standards internationaux. Cette mise en cohérence est une condition essentielle de la crédibilité, de la sécurité et de l'attractivité de la place de Paris pour les investisseurs internationaux. L'IOSCO¹ est très étroitement concerné par les questions d'évaluation et les travaux de IVSC.

L'APEI a mis en place un groupe de travail afin de mener un travail approfondi d'analyse et de confrontation des pratiques d'évaluation de ses membres, en les comparant aux standards internationaux publiés par l'IVSC, dans leur dernière version applicable à compter de janvier 2025.

Cette analyse comparative s'appuie sur quatre phases essentielles qui jalonnent la démarche de l'évaluateur et garantissent la crédibilité de son travail vis-à-vis des utilisateurs de ses évaluations :

¹ *International Organization of Securities Commissions*

- Désignation, compétence, déontologie, cadre général, destinataires
- Approche d'évaluation
- Contrôle qualité
- Rapport

1- Désignation, compétence, déontologie, cadre général, destinataires

❖ Compétence

Au titre des Normes générales (« General Standards ») et du cadre général de l'évaluation [IVSC - *Effective 31 January 2025* - IVS 100 Valuation Framework], figure le principe de Compétence : les évaluateurs doivent avoir les compétences techniques, la connaissance générale et l'expérience nécessaires pour mener à bien leurs missions d'évaluation.

Le Code des principes éthiques et le référentiel de compétences [*Code of Ethical Principles & Competency Framework For Valuers*], publié par l'IVSC en mai 2025, définit assez précisément [*Appendix 1 – Competency Framework*] les niveaux de formation générale, de formation à l'évaluation et de formation continue requis pour revendiquer la fonction d'évaluateur.

En France, le Règlement général de l'AMF (ci-après RG AMF), qui encadre la reconnaissance des associations professionnelles d'experts indépendants, prescrit que celles-ci élaboreront un code de déontologie définissant les principes fondamentaux que doivent respecter leurs membres et notamment la *compétence* dont ils doivent disposer [article 263-2, II-2°].

Tel est précisément l'objet de l'article 6 [Compétence et professionnalisme] du Code de déontologie de l'APEI [version 20 octobre 2020], qui dispose que les membres de l'association doivent s'attacher à compléter et mettre à jour régulièrement leurs connaissances techniques et réglementaires, ainsi que celles relatives aux environnements économique, financier et sectoriel dans lesquels s'inscrivent leurs missions.

❖ Désignation

Si les IVS n'établissent pas de principes spécifiques relatifs à la Désignation de l'évaluateur, elles se fondent cependant sur des principes généraux [*IVS Foreword, in IVS effective 31 January 2025*] selon lesquels les standards d'évaluation ont pour objectif de promouvoir et de maintenir un haut degré de confiance dans la pratique des évaluations, qu'elles sont fondées sur des principes [*principle based*], qu'elles ont pour objectif de fournir, de façon adéquate, une *opinion* crédible de la valeur et de permettre la communication de cette *opinion* à son *utilisateur* [*intended user*] ; c'est-à-dire le *client* ou tout autre partie identifiée comme l'utilisateur de cette *opinion*. Le terme *client* se réfère [*IVS Glossary*] à la personne ou l'entité pour qui l'évaluation est réalisée.

Au-delà de ce cadre général, la désignation de l'évaluateur s'inscrit dans le dispositif plus large des principes éthiques fondamentaux selon lesquels l'évaluateur doit entreprendre une évaluation selon un processus objectif, non biaisé avec l'éthique et la compétence requises (*in an objective, unbiased, ethical and competence manner*).

Le processus de désignation de l'expert indépendant dans le contexte du RG AMF est nécessairement plus formalisé, puisqu'il s'inscrit dans un cadre spécifique. S'agissant des procédures encadrant les opérations/offres financières de marché en France, l'Instruction AMF

relative à l'expertise indépendante [article 1 de l'Instruction], mentionne que l'expert est désigné par la société visée par l'offre à l'issue d'un processus lui permettant d'avoir une connaissance aussi précise et complète que possible de la mission confiée.

Le RG l'AMF [article 261-4] précise par ailleurs que l'expert indépendant ne doit pas être en situation de conflit d'intérêt, qu'il ne doit pas non plus intervenir de manière répétée au sein du même groupe et qu'il doit établir une déclaration attestant de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement. En outre, l'instruction n°2006-08 de l'AMF apporte des précisions sur la désignation et l'indépendance de l'expert et définit les situations proscrites.

❖ **Déontologie**

La question de la Déontologie est large, par nature, puisqu'elle englobe nécessairement les questions en relation avec le fait précédemment mentionné au titre des IVS que l'évaluateur conduit sa mission *in an objective, unbiased, ethical and competent manner*.

Pour cette raison l'IVSC a exprimé dans son Code of Ethical Principles & Competency Framework For Valuers [May 2025], le principe selon lequel une évaluation doit respecter cinq principes éthiques : *integrity, objectivity, competence, confidentiality, professional behavior*.

Les positions exprimées en France, tant par l'AMF, au titre des principes fondamentaux définis par le code de déontologie des associations professionnelles d'experts indépendants [Règlement général article 263-2], que par l'APEI [Code de déontologie, version 20 octobre 2020], notamment s'agissant de la conformité réglementaire (article 2), l'acceptation et la contractualisation de la mission (article 4), l'indépendance et les conflits d'intérêt (article 5), la compétence et le professionnalisme (article 6) et la confidentialité (article 7), recouvrent les principes généraux établis par l'IVSC dans son Code précité et permettent d'affirmer que les références ci-dessus (AMF et APEI) sont conformes, voire plus précises et prescriptives, que les normes internationales édictées par l'IVSC.

2- Approches d'évaluation

❖ **Examen et sélection des méthodes d'évaluation**

Les standards internationaux de l'IVSC, notamment IVS 103 (*Valuation Approaches*), précisent que l'évaluateur doit envisager l'utilisation de plusieurs approches ou méthodes d'évaluation. Une approche multicritère n'est toutefois pas imposée par l'IVSC étant donné que « L'évaluateur n'est pas tenu d'utiliser plus d'une méthode pour l'évaluation d'un actif et/ou d'un passif, en particulier lorsqu'il a un degré élevé de confiance dans l'exactitude et la fiabilité d'une seule méthode, compte tenu des faits et des circonstances de l'évaluation. »

En France, la Recommandation n°2006-15 de l'AMF dispose que le rapport de l'expert indépendant contient une évaluation de la société visée reposant sur une approche multicritères et l'examen de références de valorisation. Ce recours privilégié de l'expert indépendant à une approche multicritères est également souligné par l'APEI². Par ailleurs, la Recommandation n°2006-15 de l'AMF enjoint également à l'expert indépendant d'expliquer clairement la démarche qui l'a conduit à privilégier telle méthode ou référence par rapport à une autre, ou à exclure certaines méthodes ou références de valorisation le cas échéant.

Les principes énoncés par l'AMF/APEI en matière d'examen et de sélection des méthodes d'évaluation apparaissent donc conformes aux IVS, mais sont plus précis et prescriptifs en ce qu'ils exigent une justification explicite par l'expert indépendant du choix de retenir ou écarter telles ou telles méthodes.

² Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante (J Hiérarchisation des critères)

❖ **Principales méthodes d'évaluation**

La norme IVS 103 (*Valuation Approaches*) indique comme principales méthodes applicables à l'évaluation de sociétés l'approche intrinsèque (actualisation de flux de trésorerie futurs) et l'approche analogique (comparables boursiers et transactions comparables). La Recommandation n°2006-15 de l'AMF mentionne ces mêmes familles de méthodes d'évaluation, et fait également référence à l'examen de références de valorisation complétant l'analyse de l'expert indépendant le cas échéant, notamment le cours de bourse, les opérations significatives réalisées sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation, les cours-cibles des analystes, ou encore la valeur comptable des actifs. Il convient de préciser que les IVS ont vocation à s'appliquer à l'ensemble des actifs (et non exclusivement aux titres de sociétés), et font à ce titre référence à d'autres méthodes d'évaluation telles que l'approche par les coûts, généralement non applicables dans le cadre de l'évaluation de sociétés.

S'agissant des modalités de mise en œuvre des principales méthodes d'évaluation, notamment l'approche intrinsèque et l'approche analogique, la norme IVS 103 d'une part, et l'AMF / APEI d'autre part, énoncent des principes comparables et soulignent en particulier :

- S'agissant de l'approche intrinsèque, l'importance de conduire une analyse critique du plan d'affaires et l'attention à porter à la cohérence entre la prise en compte des risques dans le plan d'affaires et dans le taux d'actualisation³ ;
- S'agissant de l'approche analogique, le soin à apporter au choix des sociétés comparables étudiées, dont la pertinence est à apprécier en fonction notamment de critères de croissance, de rentabilité, de taille, de liquidité ..., et la nécessité de tenir compte d'ajustements de comparabilité quand nécessaire⁴.

Le RG AMF et les bonnes pratiques de l'APEI en matière de méthodes d'évaluation sont donc conformes aux normes internationales, mais apparaissent plus exhaustives dans la mesure où elles enjoignent explicitement à l'expert indépendant de compléter son analyse par l'examen de références de valorisation, le cas échéant.

❖ **Conclusion de l'évaluation**

Dans le cadre de la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères, la norme IVS 103 (*Valuation Approaches*) précise que l'évaluateur doit analyser, comprendre et réconcilier les indications de valeur issues de chacune des méthodes utilisées dans la formation de sa conclusion, plutôt que d'asseoir celle-ci sur une moyenne de plusieurs approches.

Dans le cadre des expertises indépendantes, la Recommandation n°2006-15 de l'AMF indique que l'expert indépendant doit confronter les résultats obtenus aux références disponibles et

³ Recommandation AMF n°2006-15 3.2.1 Principe d'examen critique, Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante (E Business plan), IVS 103 A20

⁴ Recommandation AMF n°2006-15 3.2.3 Principes de cohérence et de pertinence, Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante (F Comparables boursiers et G. Comparables transactionnels), IVS 103 A10

expliquer clairement la démarche qui l'a conduit à privilégier telle méthode ou référence par rapport à une autre, l'APEI précisant par ailleurs la nécessité pour l'expert indépendant de justifier le choix des critères à retenir, leur hiérarchisation, et l'importance relative qu'il donne à chaque critère retenu dans la formation de son opinion. Ces textes proscrirent donc toutes références à une simple moyenne de ces différents critères.

Les dispositions de l'AMF et de l'APEI apparaissent cohérentes avec les normes internationales, en ce sens qu'elles se rejoignent sur la nécessité pour l'expert indépendant d'analyser les indications de chaque méthode d'évaluation et référence de valorisation considérées et de justifier l'importance relative donnée à chacune dans la formation de sa conclusion, plutôt que d'asseoir celle-ci sur une pondération non rationalisée.

L'approche d'évaluation dans le cadre des expertises indépendantes apparaît conforme aux normes internationales de l'IVSC tout en se montrant plus détaillée, exhaustive et prescriptive par certains aspects. Ceci peut s'expliquer par le contexte et l'objectif spécifique des attestations d'équité, visant à préserver les intérêts des actionnaires en assurant une information complète et transparente dans un cadre transactionnel, quand les normes internationales cherchent en premier lieu à établir des principes applicables de manière générale à des contextes variés.

Les différents référentiels mettent au centre de l'approche le jugement professionnel de l'évaluateur dans sa démarche.

3- Contrôle qualité

Les normes internationales de l'IVSC, notamment IVS 100 (*Valuation Framework*, §20 sur le *Valuation Process Quality Control*), imposent la mise en place de mécanismes de contrôle qualité autour du processus d'évaluation. Ces mécanismes visent à garantir l'objectivité et la transparence des évaluations menées permettant d'évaluer la pertinence et l'impartialité des jugements émis, notamment dans la détermination de la valeur.

En France, l'AMF encadre également cette exigence et impose à l'expert indépendant d'intégrer un contrôle qualité dans le processus d'évaluation, selon les modalités définies par son code de déontologie. Le rapport émis est soumis à un contrôle, qui porte sur la cohérence et la pertinence de la méthodologie employée. Selon l'Instruction n°2006-08, l'expert doit, le cas échéant, préciser dans son rapport les modalités du contrôle qualité réalisé, et la Recommandation n°2006-15 rappelle que l'AMF peut également demander toute information utile relative à l'élaboration du rapport, y compris sur le contrôle qualité et ses résultats.

A ce cadre réglementaire s'ajoutent les bonnes pratiques de l'APEI qui prévoient un double niveau de contrôle qualité :

- Le contrôle qualité interne, mis en œuvre par la structure de l'évaluateur pour chaque dossier, vise à garantir la qualité de contenu du rapport. Il permet notamment de vérifier la cohérence et la pertinence de la méthodologie appliquée par l'expert dans le cadre de son évaluation. La responsabilité du contrôleur, les diligences à effectuer ainsi que les limites de

la revue qualité sont clairement définies dans le Guide pratique à l'usage des membres de l'APEI ; et

- Le contrôle qualité externe, mené par l'APEI auprès de ses Membres, est assuré par un contrôleur non-Membre désigné par le Comité Directeur et rémunéré par l'APEI dont le coût est refacturé au membre concerné. Ce contrôle porte sur deux aspects : (i) l'organisation du Membre, évaluée via un questionnaire détaillé⁵, et (ii) les dossiers d'expertise indépendante, afin de vérifier la cohérence entre les rapports et les documents justificatifs. Ces bonnes pratiques sont encadrées par le Règlement intérieur de l'APEI.

Ces prescriptions s'inscrivent donc dans le respect des principes posés par les normes internationales en matière de contrôle qualité. Étant précisé que la norme IVS 100 et les règles de l'AMF ne détaillent pas davantage les modalités de ces contrôles, ni leur application par les évaluateurs. Avec l'APEI, le cadre français se révèle plus prescriptif pour les membres de cette association.

⁵ Pouvant inclure un entretien et des vérifications, portant sur sa structure, ses activités, ses intervenants, ses ressources financières et documentaires, ainsi que sur les procédures de revue de ses missions d'expertise indépendante.

4- Rapport

La norme IVSC 106 (*Documentation and Reporting*, §30 sur le *Valuation Reports*) définit les principes fondamentaux que doit respecter un rapport d'évaluation. Elle vise à assurer qu'ils présentent de manière claire, structurée et suffisamment détaillée les fondements sur lesquels repose la conclusion de valeur. Le format du rapport peut varier — d'un document narratif complet à une version plus synthétique — en fonction de l'objectif de l'évaluation et des besoins du destinataire. Cette norme précise également un ensemble minimal d'informations devant figurer dans le rapport tels que l'étendue de la mission convenue, les actifs et/ou passifs évalués, l'identité de l'évaluateur, l'*intended use* / les *intended users* (le cas échéant), la/les *basis/es of value* adoptée(s), les sources et la sélection des données significatives utilisées, les méthodes d'évaluation adoptées / appliquées ou encore les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance significatifs utilisés. Il est également attendu de l'évaluateur que, dans le cas où plusieurs approches ou méthodes d'évaluation envisagé, le rapport contienne le processus d'analyse et de rapprochement des différentes valeurs, et la conclusion de l'évaluateur.

Le règlement général de l'AMF (article 262-1) définit le rapport d'expertise comme un outil permettant d'apprécier les conditions financières de l'offre publique. Le contenu attendu de ce rapport est précisé dans l'Instruction AMF n°2006-08 (article 3), notamment la méthodologie appliquée, les hypothèses retenues et les éléments d'appréciation de la valeur. En outre, la Recommandation AMF n°2006-15 impose à l'expert de détailler sa démarche, tant pour les méthodes analogiques (justification du choix de l'échantillon et des agrégats retenus) que pour l'approche intrinsèque (la présentation des principales hypothèses du plan d'affaires ou encore le traitement des risques spécifiques). L'AMF et l'APEI exigent également une justification claire des méthodes retenues ou écartées⁶, ainsi qu'une hiérarchisation de ces méthodes (principale, secondaire ou indicative)⁷, accompagnée d'une explication des choix opérés dans le rapport. Enfin, l'expert doit préciser de manière transparente les sources d'information et les données utilisées dans son analyse⁶. En conséquence, les rapports d'évaluation revêtent la forme de rapports longs (« *long form report* »).

Ainsi, le RG AMF et les bonnes pratiques de l'APEI s'inscrivent dans la conformité des normes internationales. Mais, elles se montrent plus prescriptives que les standards IVSC quant au niveau de détail exigé dans les rapports.

On peut relever en outre que les offres publiques présentent certaines spécificités qui nécessitent des diligences et informations supplémentaires telles que (i) le montant de la rémunération perçue par l'expert (ii) la description détaillée des diligences effectuées (iii) la prise en compte des

⁶ Recommandation AMF n°2006-15

⁷ Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante (J. Hiérarchisation des critères)

observations des actionnaires⁸ (iv) l'analyse des accords connexes⁶ ou encore (v) l'analyse critique du travail d'évaluation réalisé par les banques-conseils⁹.

Enfin, s'agissant des critères ESG, l'AMF encadre les obligations de *reporting* des sociétés cotées et les exigences d'information applicables aux placements collectifs intégrant des approches extra financières, ce qui permet à l'évaluateur d'intégrer ces données selon son appréciation. L'APEI a mis en place un groupe de travail et émis un document décrivant la façon d'appréhender par l'évaluateur cette question en fonction de son jugement professionnel.

⁸ Instruction AMF n°2006-08, article 3 et Recueil des publications de l'APEI relative à l'expertise indépendante – chapitre B)

⁹ Instruction AMF n°2006-08, article 4