

Le nouveau régime de l'expertise indépendante

Les modifications du règlement général de l'AMF homologuées par arrêté du 18 septembre 2006 introduisent au sein du livre II concernant les émetteurs et l'information financière un nouveau titre VI consacré à l'expertise indépendante.

Les dispositions de ce titre, réparties en 3 chapitres, imposent à la société visée par une offre publique l'obligation de désigner un expert indépendant, lorsque l'offre considérée est susceptible de générer un conflit d'intérêts ou de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers visés par l'offre. L'émetteur qui réalise une augmentation de capital réservée avec une forte décote doit également désigner un expert indépendant. Ces dispositions définissent en outre le contenu du rapport de l'expert indépendant. Le règlement général prévoit enfin la possibilité pour l'AMF de reconnaître à leur demande des associations professionnelles respectant un cahier des charges précis.

Les recommandations de l'AMF

Le rapport de l'expert indépendant permet au conseil d'administration, de surveillance ou à l'organe compétent de la société visée d'apprécier les conditions financières de l'offre afin de rendre son avis motivé.

Compte tenu de la responsabilité du conseil d'administration, de surveillance ou de l'organe compétent dans le choix et le suivi des travaux de l'expert indépendant et de la nécessité pour l'expert indépendant d'expliquer clairement la démarche mise en œuvre dans le cadre de sa mission, l'AMF souhaite formuler les principes suivants qui s'appliquent également lorsqu'un émetteur décide, sur une base volontaire, de désigner un expert indépendant :

1. Le rôle du conseil d'administration, de surveillance ou de l'organe chargé de rendre un avis motivé en cas d'offre publique

Le conseil d'administration, le conseil de surveillance ou l'organe compétent devrait mettre en œuvre les diligences suivantes dans le cadre de la désignation de l'expert indépendant et du suivi de ses travaux :

- désigner, le cas échéant, un comité d'administrateurs ou de membres du conseil de surveillance indépendants qui pourrait assurer la supervision de la mission de l'expert indépendant ;
- choisir l'expert indépendant dont la compétence, les moyens et la réputation professionnelle paraissent appropriés à la mission ;
- désigner l'expert indépendant le plus en amont possible ;
- définir la mission de l'expert indépendant ;
- mettre en œuvre les diligences nécessaires en soutien à la mission d'expertise indépendante, sous la responsabilité, le cas échéant, du comité indépendant susmentionné. Ces diligences, qui doivent être naturellement adaptées à la taille et à la complexité de l'opération, devraient comprendre notamment les étapes suivantes :
 - valider, selon les procédures habituelles, le plan d'affaires de l'entreprise puis le remettre à l'expert indépendant ;
 - définir en liaison avec l'expert indépendant le temps nécessaire à l'étude du dossier ;
 - veiller au bon déroulement de la mission d'expertise et des diligences que l'expert indépendant doit mettre en œuvre ;
 - s'assurer que la qualité des informations données par le management et le comité d'audit est satisfaisante ;
 - une fois l'avis motivé sur l'offre rendu public, permettre aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent d'obtenir des compléments d'information en interrogeant le conseil d'administration, de surveillance ou l'organe compétent.

L'expert indépendant devrait avoir accès à toutes les informations utiles à la réalisation de sa mission ainsi qu'à la Direction générale et aux membres des comités de direction de la société cible et, le cas

échéant, de l'initiateur. En outre, l'expert indépendant devrait avoir accès aux données nécessaires à l'appréciation des synergies attendues dans le cadre de l'opération étudiée, notamment si le montant de ces synergies a été rendu public, ou en cas d'offre publique d'échange.

2. La mise en œuvre d'une approche multicritères

Le rapport de l'expert indépendant contient une évaluation de la société visée par l'offre ou qui réalise l'augmentation de capital. Cette évaluation repose sur une approche multicritères qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation.

Les méthodes d'évaluation

Il existe deux familles de méthodes d'évaluation :

- les approches analogiques consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées, soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été rendues publiques ;
- les approches intrinsèques consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risque propres à celle-ci (méthodes des flux de trésorerie, des flux de dividendes et dans certains cas, l'actif net réévalué).

Les références de valorisation

Les références de valorisation complètent l'analyse de l'expert indépendant en la confrontant à des indicateurs de valeur qui sont notamment :

- la valeur comptable des actifs ;
- le cours de bourse de la société ;
- les opérations significatives réalisées sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation ;
- les cours-cibles des analystes.

L'expert indépendant justifie le cas échéant dans son rapport la décision d'exclure toute référence aux cours de bourse historiques ou à une moyenne des cours de bourse.

Pour chaque évaluation, l'expert indépendant définit, en fonction de la pertinence des informations disponibles, la ou les méthodes qui sont les mieux adaptées à la société concernée. L'expert indépendant met en œuvre, lorsqu'elles sont pertinentes, les deux familles de méthodes définies ci-dessus. Il confronte les résultats obtenus aux références disponibles et explique clairement la démarche qui l'a conduit à privilégier ou à exclure telle ou telle méthode ou référence par rapport à une autre.

Dans la réalisation de ses travaux, l'expert indépendant respecte en outre les principes suivants :

i) Le principe d'examen critique

Ce principe conduit l'expert indépendant à examiner de façon objective la pertinence de l'ensemble des données fournies par la direction ou les sources externes. L'expert indépendant apprécie le caractère raisonnable du plan d'affaires, qui a été établi et validé par la direction de la société. Il lui appartient de demander à la direction de modifier ses prévisions lorsqu'elles apparaissent irréalistes compte tenu des informations qu'il détient. L'expert indépendant s'assure en outre que toute modification apportée de manière récente par la direction au plan d'affaires lui a été communiquée avec les raisons qui ont justifié cette modification.

ii) Le principe de transparence

Les sources des informations et des données utilisées par l'expert indépendant sont clairement indiquées et les écarts éventuels constatés entre différentes sources sont mentionnés dans son rapport. Pour

l'application de la méthode des comparables, l'expert indépendant explique le choix de l'échantillon et les retraitements auxquels il a procédé afin de rendre les données utilisées homogènes.

Pour l'approche intrinsèque, l'expert indépendant :

- présente les éléments clés du plan d'affaires sous une forme globale (croissance moyenne sur la période, rentabilité moyenne des capitaux investis, etc...),
- indique la façon dont les risques spécifiques (généralement inclus dans le plan d'affaires) et systématiques (par la détermination du taux d'actualisation) ont été traités,
- présente de manière détaillée les hypothèses utilisées pour le calcul de la valeur terminale,
- présente et commente systématiquement des tests de sensibilité autour de l'hypothèse centrale.

iii) Les principes de cohérence et de pertinence

Lors de la mise en oeuvre d'une méthode d'évaluation, l'expert indépendant s'assure de la cohérence des paramètres entre eux, ainsi qu'avec les sources externes et les informations dont il dispose. Le cas échéant, il s'assure de la cohérence de ces données avec celles des travaux d'évaluation qui auraient pu être effectués préalablement.

L'expert indépendant s'assure notamment, pour la méthode analogique :

- que les sociétés de l'échantillon sont suffisamment comparables en termes de risque, de rentabilité et de croissance ;
- que les multiples tiennent compte des spécificités de l'entreprise et des comparables à évaluer ;
- que l'échantillon des comparables boursiers est composé de sociétés dont les titres sont suffisamment liquides ;
- que la méthode des transactions comparables est utilisée avec un échantillon de transactions récentes, d'autant plus récentes que la valorisation du marché boursier aura pu évoluer fortement au cours des deux dernières années.

Pour la méthode intrinsèque, l'expert indépendant s'assure :

- que le plan d'affaires couvre une période suffisante afin de réduire le poids de la valeur terminale dans la valeur totale ;
- que le taux d'actualisation sans risque retenu est celui du marché pour l'horizon couvert par le plan d'affaires et les projections financières ;
- que le traitement de la valeur terminale est fait en fonction de la situation concurrentielle de l'entreprise ;
- que le même risque n'est pris en compte qu'une seule fois, soit dans le plan d'affaires, soit dans le taux d'actualisation ;
- que le taux de croissance à l'infini est cohérent avec le taux de croissance à long terme retenu pour l'économie nationale ;
- que les flux de trésorerie disponibles pour le calcul de la valeur terminale reflètent une situation normative.