



RECOMMANDATION AMF  
DOC-2006-15



## EXPERTISE DANS LE CADRE D'OPÉRATIONS FINANCIÈRES

### Texte de référence : article 262-1 du règlement général de l'AMF

Le titre VI du livre II du règlement général de l'AMF définit les obligations des sociétés cotées en matière d'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. De même, l'intervention d'un expert indépendant est requise préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

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.

L'AMF recommande par ailleurs aux sociétés cotées, comme aux experts indépendants, de respecter un certain nombre de principes en ce qui concerne à la fois les moyens et les diligences dont doivent être entourées ces missions d'expertise.

### **1. DILIGENCES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU DE SURVEILLANCE OU DE L'ORGANE CHARGÉ DE RENDRE UN AVIS MOTIVÉ EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.**

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 un avis motivé.

Compte tenu de la responsabilité de cet organe dans le choix et le suivi des travaux de l'expert indépendant, l'AMF recommande que les principes suivants soient mis en œuvre par le conseil d'administration, le conseil de surveillance ou l'organe compétent :

- 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 ;
- mettre en œuvre les diligences nécessaires en soutien à la mission d'expertise indépendante, sous la responsabilité, le cas échéant, du comité *ad hoc* mentionné au III de l'article 261-1 du règlement général. Ces diligences doivent être adaptées à la taille et à la complexité de l'opération, et comprennent 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 l'entreprise est satisfaisante ;
- si possible à compter de l'annonce des caractéristiques de l'offre, et en tout état de cause 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 a 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. Il a également accès aux travaux d'évaluation réalisés par les banques présentatrices de l'offre et, le cas échéant, au dossier de financement de l'opération. Il a en outre accès aux données nécessaires à l'appréciation des synergies attendues dans le cadre de l'opération étudiée lorsque leur montant est rendu public conformément à l'article 2 3° f) de l'instruction AMF DOC-2006-07, et notamment en cas d'offre publique d'échange.

Ces principes sont également applicables lorsqu'un émetteur décide, sur une base volontaire, de désigner un expert indépendant.

## **2. MOYENS, RÉMUNÉRATION ET DÉONTOLOGIE DES EXPERTS INDÉPENDANTS**

### **2.1. Les moyens de l'expert indépendant**

L'expert indépendant dispose de manière pérenne de la compétence et des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de ses missions. Il a notamment accès à une base de données financières.

L'expert indépendant dispose d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à son activité d'expert indépendant.

### **2.2. La rémunération de l'expert indépendant**

La rémunération de l'expert est forfaitaire et n'est pas liée à l'issue de l'offre ou de l'opération. Elle est déterminée en fonction de l'importance et de la complexité de la mission. Elle est à la charge exclusive de la société sur laquelle porte le rapport.

### **2.3. La déontologie de l'expert indépendant**

L'expert indépendant se dote d'un code de déontologie qui définit :

- les principes d'intégrité, d'indépendance, de compétence et d'organisation qu'il doit respecter ;
- les procédures selon lesquelles il accepte et conduit ses missions d'expertise.

Le code de déontologie peut être consulté à tout moment par toute personne qui en fait la demande au siège de l'expert. Il est également publié sur le site de l'expert lorsque ce dernier dispose d'un tel site.

L'expert indépendant soumet ses rapports à un contrôle qualité selon des modalités définies par le code de déontologie.

Ce contrôle porte sur la cohérence et la pertinence de la méthodologie mise en œuvre par l'expert.

Il est en outre rappelé que conformément à l'article 231-20 du règlement général, l'AMF peut demander à l'expert dans le cadre de l'examen de la conformité d'une offre publique, toute information utile afin d'apprécier les modalités d'établissement du rapport d'expertise, y compris la mise en œuvre du contrôle qualité et ses résultats<sup>1</sup>.

### **3. 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.

#### **3.1. 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).

#### **3.2. 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.

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 telle méthode ou référence par rapport à une autre.

L'expert indépendant justifie dans son rapport, en des termes adaptés aux caractéristiques de chaque évaluation, la décision d'exclure toute méthode ou toute référence de valorisation précédemment citée (en particulier s'il s'agit des cours de bourse historiques ou d'une moyenne des cours de bourse), en exposant, lorsque cela est possible, les résultats auxquels la méthode ou la référence exclue aurait conduit.

---

<sup>1</sup> Article 231-20 du règlement général de l'AMF.

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

### **3.2.1. 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 pertinent 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, de sa connaissance du secteur d'activité de la société et de son appréciation des forces et faiblesses de la société et des opportunités et menaces auxquelles elle est confrontée. Si ces demandes sont acceptées par la direction, les modifications correspondantes sont mentionnées dans le rapport. À défaut, l'expert indépendant peut choisir de retenir un plan d'affaires modifié par ses soins à l'appui de ses travaux d'évaluation. Dans ce cas, il confronte les résultats ainsi obtenus à ceux auxquels conduirait une évaluation basée sur le plan d'affaires de la direction.

Le cas échéant, l'expert indépendant expose dans son rapport les échanges qu'il a pu avoir avec la direction de la société au sujet des hypothèses du plan d'affaires.

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.

### **3.2.2. 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 systémiques (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 portant sur les principaux paramètres de valorisation (taux d'actualisation, taux de croissance du flux terminal, hypothèses opérationnelles structurantes du plan d'affaires...) autour des hypothèses centrales.

### **3.2.3. Principes de cohérence et de pertinence**

Lors de la mise en œuvre 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 pour assurer la convergence des agrégats opérationnels de la société vers leur niveau normatif, ou pour couvrir un cycle d'investissement complet, afin de réduire le poids de la valeur terminale dans la valeur totale ;
- que le taux d'actualisation sans risque retenu est cohérent avec celui qui a été retenu pour 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 des pays dans lesquels la société exerce son activité ;
- que les flux de trésorerie disponibles pour le calcul de la valeur terminale reflètent une situation normative.

Lorsqu'il est fait état de synergies susceptibles de résulter du rapprochement avec la société visée, l'expert indépendant indique, le cas échéant, comment il a pris en compte ces synergies.

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.

#### **4. ANALYSE DES SITUATIONS DE CONFLITS D'INTÉRÊTS PAR L'EXPERT INDÉPENDANT**

Lorsqu'il établit son rapport au titre de 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, l'expert examine, sur la base de la documentation y afférente, si les situations de conflits d'intérêts identifiées peuvent avoir des conséquences économiques et financières défavorables pour les porteurs de titres visés par l'offre.

En particulier, lorsqu'existent des accords entre l'initiateur et les dirigeants de la société cible ou les personnes qui la contrôlent<sup>2</sup>, ou des opérations connexes à l'offre<sup>3</sup>, ces éléments font l'objet d'une revue critique par l'expert afin d'établir en quoi ces accords ou opérations ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du projet d'offre.

De même, lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes<sup>4</sup>, l'expert indépendant examine si les conditions de prix auxquelles est libellée l'offre sont susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre. En particulier, il s'assure que le mode de détermination du prix de l'une des catégories de titres ne repose pas sur des hypothèses incohérentes avec celles retenues pour une autre catégorie visée, et se prononce sur la cohérence des hypothèses et paramètres utilisés dans la valorisation de chaque instrument visé par l'offre.

La conclusion du rapport sur l'équité des conditions de l'offre s'appuie notamment sur les résultats de cette analyse.

## 5. CONTACTS ÉVENTUELS AVEC LES TIERS

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.

## 6. ADHÉSION À UNE ASSOCIATION D'EXPERTS INDÉPENDANTS

Il est rappelé que tout expert indépendant peut, s'il le souhaite, adhérer à une association professionnelle d'experts indépendants dont la reconnaissance par l'AMF est prévue aux articles 263-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'expert indépendant indique dans son rapport s'il adhère à une telle association. À défaut, il en explique les raisons.

---

<sup>2</sup> Cas visé au 2° alinéa de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF.

<sup>3</sup> Article 261-1 I 4° alinéa du règlement général de l'AMF.

<sup>4</sup> Cas visé à l'article 261-1 I 5° du règlement général de l'AMF.