

# L'expertise indépendante au service des actionnaires minoritaires

Olivier Péronnet, associé fondateur du cabinet Finexsi

**E**N OBÉISSANT À DES CRITÈRES STRICTS de désignation et à des règles du jeu transparentes et ultra-normées, l'institution de l'expertise indépendante du RG AMF (Règlement général de l'Autorité des marchés financiers) vise à permettre aux actionnaires soit de se prononcer en pleine connaissance de cause sur les conditions financières des OPA, soit de s'assurer que le prix retenu dans le cadre d'un retrait obligatoire les indemnise équitablement.

Douze ans après le rapport Naulot dont les conclusions ont été reprises dans la réglementation AMF fixant le cadre d'exercice de l'expertise indépendante, la pratique a acquis ses lettres de noblesse en devenant incontournable dans toute situation de conflit d'intérêts entre la société ou l'initiateur de l'offre et les minoritaires. Car, contrairement aux attestations d'équité lapidaires à l'anglo-saxonne, la France peut s'enorgueillir de fournir des rapports détaillés et circonstanciés pour apprécier les conditions financières proposées dans le cadre d'une offre publique, et ainsi permettre aux organes de gouvernance compétents de la cible de donner leur recommandation de façon éclairée, et aux actionnaires de décider d'apporter ou pas à une offre, ou d'avoir un avis indépendant sur leur indemnisation en cas de retrait obligatoire, ce qui suppose que l'initiateur ait atteint un seuil ramené à 90 % par la loi Pacte.

La structuration de la profession sur la Place de Paris, depuis les préconisations du rapport Naulot, s'est forgée autour de règles de déontologie et d'indépendance parmi les standards les plus élevés des places financières mondiales : la nomination de l'expert indépendant par un comité *ad hoc* constitué majoritairement d'administrateurs indépendants de la cible (pour les grandes capitalisations disposant d'administrateurs indépendants), ou sur agrément de l'AMF si la gouvernance ne permet pas une telle désignation. En outre, les travaux de l'expert indépendant incluent une évaluation complète de la société, et non une simple revue des travaux de valorisation effectués par les conseils de l'initiateur de l'offre. L'expert indépendant va analyser l'information financière historique, examiner et qualifier le *business plan* préparé par le management et validé par la gouvernance de la cible, et peut pousser ses investigations très loin tout en respectant la confidentialité qu'imposent notamment les secrets d'affaires vis-à-vis des concurrents. Pour analyser toutes les hypothèses présentées et évaluer la vraisemblance



«  
ASSURER  
L'ÉGALITÉ DE  
TRAITEMENT DES  
ACTIONNAIRES,  
EN CAS D'OFFRE  
SUR DIFFÉRENTES  
CATÉGORIES  
D'INSTRUMENTS  
FINANCIERS  
»

de chaque scénario, il s'entretient également avec les banques conseils de l'opération, complète son analyse sur les éventuelles synergies communiquées par l'initiateur et sa banque conseil présentatrice de l'offre, et procède à une revue critique qu'il exposera dans son rapport, avec des analyses de sensibilité. Il prend aussi en compte le contexte de l'opération avec une attention particulière aux spécificités d'un retrait obligatoire. Il passe au crible l'impact des différents éléments ayant une influence sur l'appréciation du prix (liquidités, complément de prix...) ou les conventions connexes et analyse la prime de contrôle éventuellement proposée au regard des synergies attendues. Il exposera ses travaux et ses éventuelles divergences pour donner une conclusion sur l'équité de l'opération.

L'expert indépendant doit aussi assurer l'égalité de traitement des actionnaires, en cas d'offre sur différentes catégories d'instruments financiers, ou lorsque l'offre comporte aussi des accords dits connexes, tels un *management package* qui peut induire une inégalité de traitement avec d'autres catégories d'actionnaires.

A ce titre, il devra écouter les éventuelles remarques des minoritaires qui pourront le rencontrer et lui faire part de leurs analyses. Dans certaines situations, les actionnaires minoritaires qui revêtent des catégories et intérêts très différents, peuvent vouloir maximiser le prix, voire faire de l'« activisme » en utilisant une panoplie de moyens relayés médiatiquement. L'expert est là pour prendre en considération les points qui le méritent selon son appréciation, éviter les polémiques et instrumentalisation diverses pour garder une neutralité et objectivité, de sorte que l'AMF puisse disposer d'un point d'appréciation solide pour émettre son avis de conformité ou le différer si la situation le mérite. Les échanges contradictoires le plus tôt possible avec les minoritaires, comme le préconisent les premières recommandations issues du rapport du groupe de travail AMF dans le cas des retraits obligatoires (1), appellent aussi la nécessité qu'eux-mêmes respectent les règles du jeu. L'enjeu est essentiel pour l'attractivité de la place, au bénéfice de tous les investisseurs : initiateurs, *hedge funds* et petits porteurs. ■

(1) Les 18 recommandations du groupe de travail ont été incluses en février 2020 dans le Règlement général de l'AMF, l'Instruction AMF n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, ou la Recommandation AMF 2006-15 sur l'expertise indépendante.