

Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

Denis Raynal, Président national de l'ACE-Avocats
Conseils d'Entreprises

Vincent Reynier, Membre de la Commission
évaluation de la CNCC

Olivier Salustro, Vice-Président de Commission
évaluation de la CNCC

ACE
Avocats Conseils d'Entreprises

CNCC
COMPAGNIE
NATIONALE DES
COMMISSAIRES AUX
COMPTES

Atelier 1

Sommaire

ACE
Avocats Conseils d'Entreprises
CNCC
COMPAGNIE
NATIONALE DES
COMMISSAIRES AUX
COMPTES

Sommaire

- Contexte juridique
- Intervention de l'expert indépendant
- Supports opérationnels
- Différences avec l'expertise indépendante de type AMF
- Perspectives



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

3

Les raisons de l'article L. 225-209-2

L'expertise indépendante : une vieille histoire

- Reconnue en France en 2006 après intégration des conclusions du rapport Naulot (2005) dans le règlement général AMF
 - Apparition en 1993 (loi du 31 décembre 1993) imposant l'évaluation des titres d'une société faisant l'objet d'un retrait obligatoire
- Pratique déjà développée dans les pays anglo-saxons depuis les 80's, notamment aux Etats-Unis (Rule 5150 de la Financial Industry Regulatory Authority)



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

4

Les raisons de l'article L. 225-209-2

L'expertise indépendante : une vieille histoire

- Outil de prévention des conflits d'intérêts et de protection des actionnaires minoritaires
 - Nécessité d'éviter le risque de dysmétrie d'information. PM : théories financières reposent sur l'«efficiency» des marchés = égalité et instantanéité de l'information des parties prenantes
 - Prise en compte d'intérêts divergents entre parties prenantes notamment dans un contexte d'absence de contrôles transnationaux ...
- Dans la version AMF, vision extensive puisque l'attestation d'équité doit permettre à l'organe décisionnaire de la cible visée par une OPA d'apprécier les conditions financières de l'offre afin de rendre son avis motivé
 - Attestation du caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'offre



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

5

Les raisons de l'article L. 225-209-2

L'expertise indépendante : une vieille histoire

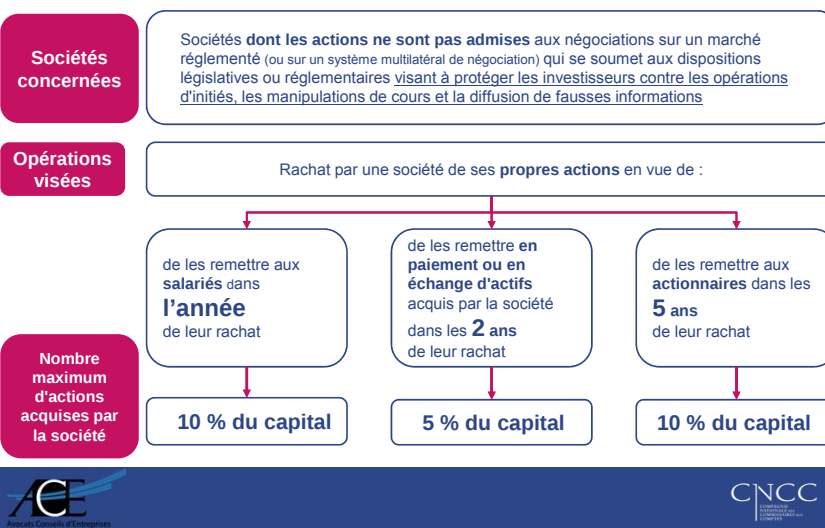
- Extension de cette prévention des risques aux sociétés non cotées
- Mais dans des cas limités et spécifiques



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

6

Sociétés concernées et opérations visées



7

Sociétés concernées

Sociétés dont les actions ne sont pas admises :

- Aux négociations sur un marché réglementé
- Ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations

— Article L. 225-209-2 aliéna 1 du CC

8

Opérations visées

(1/3)

Achats par la société de ses propres actions, pour les offrir ou les attribuer (Article L. 225-209-2 aliéas 2 à 4 du CC) :

- Dans **l'année de leur rachat**, aux bénéficiaires d'une opération mentionnée à l'article L. 225-208 du CC ou intervenant dans le cadre des articles L. 3332-1 et suivants du code du travail
 - Art. L. 225-208 du CC : « Les sociétés qui font participer leurs salariés à leurs résultats par attribution de leurs actions, celles qui attribuent leurs actions dans les conditions prévues aux articles L. 225-197-1 à L. 225-197-3 et celles qui consentent des options d'achat de leurs actions dans les conditions prévues aux articles L. 225-177 et suivants peuvent, à cette fin, racheter leurs propres actions. Les actions doivent être attribuées ou les options doivent être consenties dans le délai d'un an à compter de l'acquisition. »
 - Art. L. 225-197-1 à L. 225-197-3 : visent les attributions d'actions gratuites
 - Art L. 3332-1 et suivants du code du travail : portent sur les plans d'épargne d'entreprise



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

9

Opérations visées

(2/3)

Achats par la société de ses propres actions, pour les offrir ou les attribuer (Article L. 225-209-2 aliéas 2 à 4 du CC) :

- Dans les **deux ans de leur rachat**, en paiement ou en échange d'actifs acquis par la société dans le cadre d'une opération de croissance externe, de fusion, de scission ou d'apport
- Dans les **cinq ans de leur rachat**, aux actionnaires qui manifesteraient à la société l'intention de les acquérir à l'occasion d'une procédure de mise en vente organisée par la société elle-même dans les trois mois qui suivent chaque réunion ordinaire annuelle de l'organe délibérant



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

10

Opérations visées

(3/3)

Le nombre d'actions acquises par la société ne peut excéder (Article L. 225-209-2 alinéas 5 à 7 du CC) :

- 10 % du capital de la société lorsque le rachat est autorisé en vue d'une opération prévue dans l'année ou dans les cinq ans de leur rachat
- 5 % du capital de la société lorsque le rachat est autorisé en vue d'une opération prévue dans les deux ans de leur rachat

Rappel

- Art. L. 225-210 al. 3 du CC : en tout état de cause, la société ne peut pas posséder plus de 10 % du total de ses propres actions, ni plus de 10 % d'une catégorie déterminée d'actions
 - Les limites posées par les alinéas 5 à 7 de l'art. L. 225-209-2 du CC ne peuvent donc pas se cumuler



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

11

Textes légaux et réglementaires

Les opérations, objet de l'intervention de l'expert indépendant, sont visées par les articles :

- L. 225-209-2 du CC
- R. 225-160-1 à R. 225-160-3 du CC



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

12

Obligations des sociétés

Il appartient à la société de :

- Désigner l'expert indépendant dans les conditions exposées ci-après
- Réunir l'organe délibérant (réunion ordinaire) afin de définir :
 - Les finalités de l'opération de rachat d'actions
 - Le nombre maximal d'actions susceptibles d'être rachetées
 - Le prix ou les modalités de sa fixation
 - La durée de l'autorisation donnée à l'organe compétent qui ne peut excéder 12 mois



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

13

Intervention de l'expert indépendant



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

14

Désignation

Il appartient à la société de désigner un expert indépendant

- A l'unanimité de ses actionnaires
- Ou, à défaut, de solliciter sa désignation auprès du président du TC

Sources :

- Art. L. 225-209-2 al.11 du CC : « L'assemblée générale ordinaire statue au vu d'un rapport établi par un expert indépendant, dans des conditions définies par décret en Conseil d'Etat (...) »
- Art. R. 225-160-1 du CC : « L'expert mentionné à l'article L. 225-209-2 est désigné à l'unanimité des actionnaires ou, à défaut, par le président du tribunal de commerce statuant sur requête à la demande des dirigeants sociaux. Il est choisi parmi les commissaires aux comptes inscrits sur la liste prévue à l'article L. 822-1 ou parmi les experts inscrits sur les listes établies par les cours et tribunaux. Il ne doit pas présenter avec la société des liens portant atteinte à son indépendance au sens de l'article L. 822-11 »

La CNCC considère que le CAC de la société concernée ne peut pas effectuer la mission de l'expert indépendant visée aux articles L. 225-209-2 et R. 225-160-1 du CC sans enfreindre les interdictions figurant au 9° de l'article 10 du code de déontologie.



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

15

Nature et objectifs de la mission

Il appartient à l'expert indépendant :

- **De déterminer la valeur minimale et la valeur maximale du prix de rachat des actions**
- **D'indiquer et de justifier les modalités d'évaluation adoptées pour déterminer ces valeurs**

Source :

- Art. R. 225-160-2 du CC : « Le rapport de l'expert mentionne les actions faisant l'objet de l'offre de rachat en application du huitième alinéa de l'article L. 225-209-2. Il indique les modalités d'évaluation adoptées pour déterminer la valeur minimale et la valeur maximale du prix de rachat de ces actions et les motifs pour lesquels elles ont été retenues »

En revanche, il ne lui appartient :

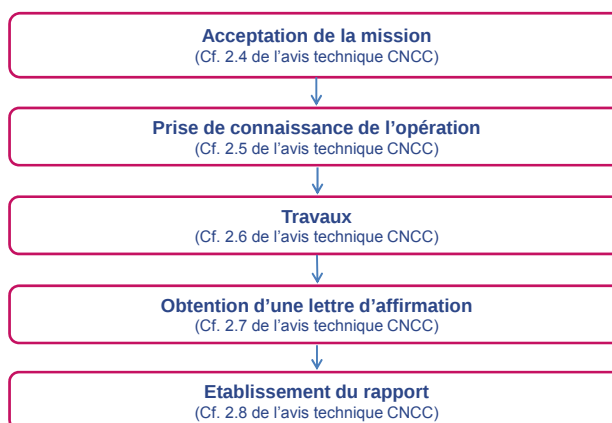
- Ni de juger du bien-fondé du rachat des actions
- Ni de fixer leur prix de rachat, ces décisions incombant aux actionnaires *

* A peine de nullité, le prix fixé par l'organe délibérant ne peut être supérieur à la valeur la plus élevée ni inférieur à la valeur la moins élevée figurant dans le rapport d'évaluation de l'expert indépendant



16

Démarche de l'expert indépendant



17

Acceptation de la mission

1/4

Principe : avant d'accepter la mission, l'expert indépendant

- Examine sa situation au regard des liens avec la société portant atteinte à son indépendance au sens de l'article L. 822-11 du CC
 - Voir articles 3 à 7 du code de déontologie CAC (principes fondamentaux de comportement) et articles 26 à 30 (liens personnels, financiers et professionnels)
 - Également s'inspirer des règles relatives à l'indépendance figurant à l'article 1 de l'instruction n° 2006-08 de l'AMF
- Vérifie qu'il dispose, ou peut s'entourer, des compétences et de l'expérience nécessaires pour faire face aux difficultés de la mission
 - Peut se faire assister, dans l'accomplissement de sa mission, par un ou plusieurs experts de son choix (article 7 du code de déontologie CAC), notamment lorsque l'évaluation des actions de la société nécessite celle d'actifs spécifiques, par exemple, des actifs immobiliers



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

18

Acceptation de la mission

2/4

Principe : avant d'accepter la mission, l'expert indépendant est particulièrement attentif aux éléments suivants :

- Délais insuffisants
- Limitation éventuelle des honoraires
- Limitation des informations
- Disponibilité des compétences nécessaires et disponibilité suffisante tant pour lui-même que pour ses collaborateurs
- Tous autres motifs pouvant avoir une incidence sur la mission

La décision d'acceptation est documentée dans le dossier de travail



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

19

Acceptation de la mission

3/4

Lettre de mission adressée au représentant légal de la société

- référence à la désignation de l'expert indépendant
- description de l'opération envisagée
- objectifs de la mission
- description des diligences à effectuer
- description des limites de la mission
- modalités relatives à la communication du rapport
- information relative à la demande d'une lettre d'affirmation
- honoraires
- modalités pratiques de l'intervention (calendrier, équipe, liste des documents nécessaires)
- déclaration d'indépendance
- dispositions contractuelles en termes de responsabilité ;
- acceptation de la mission par la société

Exemple de lettre de mission (3.1 de l'avis technique CNCC)



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

20

Acceptation de la mission

4/4

Lettre d'acceptation

- Lorsque désignation par le président du TC, envoi d'une lettre d'acceptation de la mission
 - Exemple de lettre d'acceptation (3.2 de l'avis technique CNCC)

Lettre de refus

- Dans le cas où l'expert indépendant refuse la mission, lettre de refus motivée, adressée :
 - Au représentant légal de la société
 - Ou au président du TC
 - Exemple de lettre de refus (3.3 de l'avis technique CNCC)

Lorsque désigné par le président du TC, copie lettre de refus adressée au représentant légal de la société



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

21

Prise de connaissance

Objectifs

- Comprendre le contexte, les objectifs et les modalités du rachat d'actions envisagé
- Collecter ou consulter différents documents nécessaires à l'accomplissement de la mission, notamment :
 - requête TC, PV organe délibérant ayant décidé à l'unanimité de la nomination de l'expert indépendant
 - statuts, extrait K-bis de la société, registre des mouvements de titres
 - comptes annuels et, le cas échéant, consolidés des 3 derniers exercices et situation financière intermédiaire
 - le cas échéant, rapports des CAC portant sur les comptes des 3 derniers exercices
 - rapports organe compétent à organe délibérant (RG) du dernier exercice, PV délibérations de l'organe compétent et de l'organe délibérant du dernier exercice et jusqu'à la date du rapport de l'Ex. indépendant
 - données prévisionnelles élaborées par la société (plan d'affaires, ...)
 - calendrier détaillé de l'opération
 - le cas échéant, documents élaborés par la société et/ou ses conseils relatifs à l'évaluation de la société et documents relatifs aux transactions intervenues sur actions de la société dans les 3 derniers exercices
 - projet du rapport de organe compétent à la réunion de organe délibérant appelé à statuer sur l'opération
 - projet de texte des résolutions



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

22

Travaux

Outre les travaux préalables à l'évaluation, l'expert indépendant :

- Procède au diagnostic de la société
- Choisit la ou les méthodes d'évaluation appropriées en la circonstance (approche multicritères) et justifie ce choix
- Détermine la valeur minimale et la valeur maximale du prix de rachat des actions



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

23

Travaux préalables à l'évaluation

1/2

En fonction de la complexité de la société et de l'importance de l'opération, les travaux préalables à l'évaluation incluent :

- Ce qui précède le choix d'une ou plusieurs méthodes d'évaluation
- Leur mise en œuvre, notamment, la collecte de tous les éléments jugés nécessaires et la vérification de leur fiabilité générale



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

24

Travaux préalables à l'évaluation

2/2

Ces travaux peuvent porter sur :

- La connaissance opérationnelle de la société : son métier, les moyens dont elle dispose pour l'exercer, sa stratégie, le type de contrats signés avec ses clients, ses fournisseurs, les protections juridiques dont elle bénéficie, son financement, ...
- La connaissance de l'organisation interne de l'entreprise, de ses systèmes d'informations qu'ils soient liés à l'opérationnel ou aux données financières
- La validité des éléments financiers disponibles pour procéder à l'évaluation et éventuellement l'existence d'évaluations antérieures



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

25

Diagnostic

Le diagnostic permet :

- D'apprécier la société dans son contexte économique (marché/secteur)
- D'établir une synthèse des risques et points forts à prendre en compte pour déterminer la valeur minimale et la valeur maximale du prix de rachat des actions

Ce diagnostic est la résultante des travaux préalables à l'évaluation et permet de déterminer les méthodes d'évaluation les plus appropriées

- Il a également pour but de déterminer le taux d'actualisation à retenir en fonction de l'analyse du risque attaché à la société concernée
- Ce diagnostic est généralement synthétisé au travers d'une matrice forces / faiblesses / opportunités / menaces



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

26

Choix de la ou des méthodes d'évaluation 1/3

Sur la base du diagnostic effectué, l'expert indépendant :

- Exerce son jugement professionnel pour retenir ou écarter une ou plusieurs méthodes
- Identifie la ou les méthodes les plus adaptées à la société et au contexte
- Justifie son choix et la décision d'exclure une ou plusieurs méthodes d'évaluation



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

27

Choix de la ou des méthodes d'évaluation 2/3

Parmi les plus connues, figurent les méthodes :

- **Intrinsèques**, basées sur des données issues de la société :
 - **Méthode patrimoniale** : évaluer, à la valeur actuelle, les éléments d'actif et de passif de la société et déterminer ainsi un actif net réévalué, auquel peut être ajoutée une valeur de fonds de commerce
 - Capitalisation à l'infini d'un flux normatif : peut être assimilée à une simplification de l'actualisation des flux futurs de trésorerie nets
 - **Actualisation des dividendes**
 - **Actualisation des flux futurs de trésorerie nets** (méthode des DCF- Discounted Cash Flows)



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

28

Choix de la ou des méthodes d'évaluation 3/3

Parmi les plus connues, figurent les méthodes :

- **Analogiques** : déterminer la valeur de la société par comparaison avec la valeur connue d'autres entreprises similaires à partir de multiples
- Les autres méthodes applicables dans des contextes particuliers (utilisation de barèmes professionnels, ...)



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

29

Détermination des valeurs minimales et maximales 1/4

L'expert indépendant :

- Met en œuvre les méthodes intrinsèques et analogiques, si pertinentes et applicables en la circonstance
- Confronte les résultats obtenus aux références disponibles



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

30

Détermination des valeurs minimales et maximales 2/4

Méthodes intrinsèques

- L'expert indépendant vérifie notamment que :
 - les **données prévisionnelles** couvrent 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
 - le poids de la **valeur terminale** est cohérent avec la valeur totale
 - le **taux d'actualisation** sans risque retenu est celui du marché pour l'horizon couvert par le plan d'affaires et les projections financières
 - le traitement de la **valeur terminale** est fait en fonction de la situation concurrentielle de la société
 - le même risque n'est pris en compte qu'une seule fois, soit dans les données prévisionnelles, soit dans le taux d'actualisation
 - le **taux de croissance à l'infini** est cohérent avec le taux de croissance à long terme retenu pour l'économie nationale
 - les flux de trésorerie disponibles pour le calcul de la valeur terminale reflètent une **situation normative**



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

31

Détermination des valeurs minimales et maximales 3/4

Méthodes analogiques

- L'expert indépendant vérifie notamment que :
 - les sociétés de l'échantillon sont suffisamment comparables en termes de risque, de rentabilité et de croissance
 - les multiples tiennent compte des spécificités de la société à évaluer et des comparables
 - l'échantillon des comparables boursiers est composé de sociétés dont les titres sont suffisamment liquides
 - la méthode des transactions comparables est utilisée avec un échantillon de transactions récentes (d'autant plus récentes que la valorisation du marché boursier est susceptible d'évoluer)
- Le cas échéant, il est nécessaire d'appliquer une décote de taille, d'illiquidité ou de minorité



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

32

Détermination des valeurs minimales et maximales 4/4

Références de valorisation

- L'expert indépendant confronte son évaluation à des indicateurs de valeur, notamment :
 - la valeur comptable des actifs
 - les opérations significatives réalisées sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation

Evaluation antérieure

- L'expert indépendant prend connaissance de l'évaluation des actions éventuellement réalisée par la société ou ses conseils, ainsi que de ses modalités



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

33

Affirmations de la direction

1/2

L'expert indépendant peut estimer opportun d'obtenir des dirigeants de la société une lettre d'affirmation, précisant notamment que la société a fait part à l'expert indépendant de :

- Toutes les informations, dont elle dispose, à jour à la date de la signature de la lettre d'affirmation, qui pourraient avoir une incidence sur la valeur des actions de la société et,
- Tous les événements postérieurs à la date de clôture des derniers comptes annuels et/ou consolidés et jusqu'au jour de la signature de la lettre d'affirmation, susceptibles d'avoir un impact sur la valeur des actions de la société
- Effectué la meilleure estimation d'éléments non arrêtés/non audités à la date de la lettre d'affirmation, communiqués et que ces informations se fondent sur la meilleure connaissance de la société à la date de la lettre d'affirmation



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

34

Affirmations de la direction

2/2

L'expert indépendant peut estimer opportun d'obtenir des dirigeants de la société une lettre d'affirmation, précisant notamment que la société a communiqué à l'expert indépendant des données prévisionnelles :

- Établies sous la responsabilité de la direction de la société
- Reflétant l'ensemble des objectifs et des contraintes connus à ce jour par la direction
- Constituant la meilleure estimation, faite par la direction de la société, de ses perspectives de développement et d'évolution de la rentabilité et qu'il n'existe, à ce jour, aucun élément susceptible de remettre en cause ces prévisions

Si l'expert indépendant ne sollicite pas une lettre d'affirmation, il lui appartient d'en justifier les raisons dans son dossier

Exemple de lettre d'affirmation (3.4 de l'avis technique CNCC)



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

35

Rapport

1/2

Contenu réglementaire

- Art. R.225-160-2 du CC : « Le rapport de l'expert mentionne les actions faisant l'objet de l'offre de rachat en application du huitième alinéa de l'article L. 225-209-2. Il indique les modalités d'évaluation adoptées pour déterminer la valeur minimale et la valeur maximale du prix de rachat de ces actions et les motifs pour lesquels elles ont été retenues »

Communication

- Art. R. 225-160-3 du CC : « Le rapport de l'expert est déposé au siège social quinze jours au moins avant la date de l'assemblée générale [] appelée à se prononcer sur le rachat (...) »



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

36

Rapport

2/2

Plan indicatif

- Titre et destinataire
- Introduction
- P1 : présentation de l'opération
- P2 : diligences effectuées
- P3 : présentation des activités et de l'environnement de la société
- P4 : évaluation des actions de la société
- Synthèse
- Conclusion sur la valeur des actions
- Date du rapport, adresse et identification du signataire du rapport
- Annexes

Exemple de rapport (3.5 de l'avis technique CNCC)



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

37

Autres communications

1/2

Communication avec l'organe compétent

- Les textes légaux et réglementaires ne prévoient pas les délais de :
 - Désignation de l'expert indépendant
 - Délai de communication à ce dernier du rapport de l'organe compétent, et de façon générale, des documents estimés nécessaires à l'accomplissement de sa mission
- Il est souhaitable qu'une concertation s'instaure entre la société et l'expert indépendant, notamment afin qu'il dispose de délais suffisants pour réaliser ses travaux et présenter, le cas échéant, ses conclusions à l'organe compétent, avant la convocation de l'organe délibérant
 - Si conclusions susceptibles de remettre en cause le projet, l'organe compétent serait en mesure d'en tenir compte et d'apporter les modifications nécessaires au projet pour que la résolution concernée puisse être votée par l'organe délibérant



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

38

Autres communications

2/2

Communication à l'organe délibérant

- Mission de l'expert indépendant est ponctuelle : prend fin avec le dépôt de son rapport
- N'appartient pas à l'expert indépendant d'assurer un suivi des événements postérieurs survenus éventuellement entre date de son rapport et date de la réunion de l'organe délibérant se prononçant sur l'opération
- Sur invitation, il peut néanmoins assister à la réunion de l'organe délibérant appelé à se prononcer sur l'opération



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

39

Documentation des travaux

L'expert indépendant documente dans son dossier de travail les diligences accomplies et les conclusions auxquelles elles le conduisent

La documentation peut notamment comporter :

- Requête et ordonnance de désignation du TC
- PV de l'organe délibérant ayant décidé à l'unanimité de la désignation de l'expert indépendant
- Lettre de mission et le cas échéant, lettre d'acceptation envoyée au TC
- Documents à obtenir et documents obtenus, plan de mission et programme de travail
- Feuilles de travail relatives aux travaux effectués, yc, celles relatives à l'évaluation des actions
- Rapport de l'organe compétent à l'organe délibérant sur l'opération projetée
- Résolutions proposées à l'organe délibérant devant statuer sur l'opération
- Rapport établi par ses soins et le cas échéant, lettre d'affirmation



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

40

Différences avec expertise indépendante de type AMF



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

41

Quelles différences ?

L'expertise indépendante 225-209-2 se distingue de l'expertise indépendante AMF sur les aspects suivants :

- Cadres réglementaires
- Situations d'intervention
- Désignation et conflit d'intérêt
- Champ d'intervention

Elle s'en rapproche évidemment sur l'évaluation proprement dite et certains contenus du rapport



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

42

Cadre réglementaire

Contexte européen d'évolution de la réglementation des marchés financiers depuis le début des années 2000 :

- Directive Abus de Marché du 3 décembre 2002 (lois du 23 mai 2003 de sécurité financière, du 20 juillet 2005 et du 26 juillet 2005 dite « loi Breton » et décret du 2 mars 2006)
- Directive Prospectus du 4 novembre 2003 (loi du 26 juillet 2005 et arrêté du 1er septembre 2005)
- Directive Offres Publiques d'Acquisition du 21 avril 2004 (loi du 31 mars 2006 et arrêté du 18 septembre 2006)
- Directive Marchés d'Instruments Financiers du 21 avril 2004 (ordonnance du 12 avril 2007, décret du 15 mai 2007, arrêtés du 15 mai 2007 et du 8 janvier 2008)
- Directive Transparence du 15 décembre 2004 (loi du 26 juillet 2005, loi du 17 décembre 2007, arrêtés du 4 janvier 2007 et du 18 mars 2008)

Pratique non organisée et non structurée au sein d'organisations professionnelles mais « encadrée » par le règlement général AMF modifié en 2006 à la suite du rapport Naulot (2005)

- Voir titre VI du livre II du règlement général AMF



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

43

Ex. In. AMF : cas d'intervention

Le RG AMF a rendu obligatoire les situations d'émission d'une attestation d'équité :

- Article 261-1 : offres publiques (sauf garantie de cours simple à la suite d'une position AMF)
 - risques de conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de la cible de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du conseil sur l'offre ou lorsque l'opération est susceptible de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs d'instruments financiers qui font l'objet de l'offre
 - mise en œuvre d'un retrait obligatoire, sous réserve de l'article 237-16 du RGAMF
- Article 261-2 : augmentation de capital réservée transférant le contrôle
- Articles 261-3 : autres cas (exemple des fusions entre sociétés indépendantes non formellement soumises à ces cas même si intervention d'un commissaire à la fusion)
- Cas des expertises non régies par les articles 261-1 à 261-3 du RG AMF : exemple des « opinions indépendantes » sur la valeur des OBSAR



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

44

Désignation et conflits d'intérêts

1/2

L'expert indépendant, au sens du règlement général de l'AMF, intervient au bénéfice du conseil d'administration de la cible :

- Incompatibilité entre expert indépendant et établissement présentateur de l'offre
- Expert considéré comme étant dans une situation de conflit d'intérêts, notamment, lorsqu'il :
 - 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
 - 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
 - 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
 - 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



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

45

Désignation et conflits d'intérêts

2/2

Expert atteste « de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission »

Mais reste seul juge de son indépendance !!



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

46

Champ d'intervention

L'expert a pour mission d'évaluer la société cible :

- Se faire sa propre opinion en utilisant les techniques usuelles

Dans un second temps « seulement » faire une analyse des travaux des banques présentatrices :

- Doit se montrer critique à cet égard et souligner les éventuels points de divergence avec l'initiateur et ses banques conseil

Le rapport d'évaluation est complet :

- Description des moyens mis en œuvre par l'expert
- Description des diligences effectuées
- Évaluation proprement dite (cœur du rapport)
- Analyse du travail d'évaluation de la banque présentatrice
- Attestation d'équité concluant sur le caractère équitable de l'opération



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

47

Évaluation, cœur du rapport

1/2

Évaluation multicritères selon des critères plus précis reposant sur la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et examen de références de valorisation :

- Méthodes d'évaluation
 - approches analogiques (référence à des comparables cotés ou à des transactions récentes publiques)
 - approches intrinsèques (DCF, flux de dividendes, ...)
- Références de valorisation
 - valeur comptable des actifs
 - cours de bourse de la société cible
 - opérations significatives réalisées sur les titres de la cible
 - cours cibles des analystes

Définition par l'expert de la (des) méthode(s) la (les) plus adaptée(s) et explication de la démarche conduisant à privilégier ou exclure telle ou telle méthode par rapport à une autre



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

48

Évaluation, cœur du rapport

2/2

Respect des principes suivants :

- Examen critique : caractère raisonnable du plan d'affaires, ...
- Transparence :
 - indication des sources utilisées,
 - pour les comparables, explication des choix d'échantillon, des retraitements d'homogénéité, ...
 - pour l'approche intrinsèque, présentation des éléments clés du plan d'affaires, des hypothèses utilisées, des sensibilités mises en œuvre, ...
- Cohérence et pertinence dans la mise en œuvre de tous les paramètres de l'évaluation et de l'utilisation des références de valorisation



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

49

Conclusion du rapport

Deux objectifs énoncés

- Permettre au conseil d'administration, au conseil de surveillance ou à l'organe compétent de la société visée par une offre publique d'acquisition d'apprécier les conditions financières de l'offre afin de rendre son avis motivé
- Conclusion délivrée sous forme d'attestation d'équité: caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'offre

Un objectif non explicite mais conforme à la tradition française de protection des actionnaires minoritaires

- Disposer d'une procédure contradictoire au bénéfice des minoritaires de la cible



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

50

Les perspectives



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

51

Sommes nous à la croisée des chemins ?

L'apparition du terme « expert indépendant » hors la sphère du règlement général AMF crée un précédent, ouvre des opportunités pour la profession réglementée mais peut aussi porter des risques

Mais elle crée des devoirs et sous entend peut-être des changements nécessaires ?



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

52

Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

Questions ?



Journée de l'évaluation 3 novembre 2015 - Le commissaire aux comptes, le nouvel expert indépendant

53