

**CONDITIONS DE MISE EN ŒUVRE DU RETRAIT  
OBLIGATOIRE  
ET L'EXPERTISE INDEPENDANTE  
DANS LE CADRE DES OFFRES PUBLIQUES**

**CONSULTATION PUBLIQUE SUR LES MODIFICATIONS  
DE LA REGLEMENTATION AMF A LA SUITE DU RAPPORT  
DU GROUPE DE TRAVAIL DE L'AUTORITE**

--  
**Observations AMAFI**

Dans le prolongement de la modification de l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier (Comofi) par la loi PACTE<sup>1</sup> et à la suite du rapport du groupe de travail de l'AMF sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques en date du 16 septembre 2019, l'AMF a proposé de réviser et d'adapter sa réglementation et sa doctrine.

C'est dans ce contexte que l'AMAFI a formulé les commentaires et propositions qui suivent, dont les lignes directrices sont :

**✚ Conformité à l'intention du législateur** : il résulte de l'exposé des motifs attachés à l'article 22 de la loi PACTE et des discussions parlementaires y afférentes, que l'intention du législateur réside dans une démarche de simplification du droit des sociétés cotées afin, notamment, de renforcer l'attractivité de la place financière de Paris.

L'idée est de faciliter les sorties de cote, de façon à ne pas décourager les projets d'introduction en bourse et de financement par le marché. La perspective d'être exposé dans le cadre d'une volonté de retrait, à une procédure longue (voire dilatoire), complexe, nécessitant de mobiliser des moyens chronophages et coûteux pour répondre à des contestations de minoritaires, voire d'ultra minoritaires ou d'actionnaires opportunistes, est en effet pour le moins décourageante.

Or, plusieurs propositions formulées par le groupe de travail, en particulier la 2<sup>ème</sup>, visant à introduire une sorte de phase précontentieuse au profit des actionnaires minoritaires au stade de l'examen de la conformité de l'offre publique déposée avec une intention de procéder au retrait obligatoire, auraient pour conséquences non seulement d'allonger les délais d'instruction de telles offres, mais également de créer des risques juridiques supplémentaires aussi bien pour l'initiateur de l'offre que pour les organes sociaux de la société visée, le tout en contradiction directe avec les objectifs poursuivis par le législateur dans le cadre de la loi PACTE.

Le nouveau calendrier proposé donne un véritable levier de contestation aux minoritaires en amont de toute procédure contentieuse devant les tribunaux et aboutit à conférer à l'AMF un rôle quasi-juridictionnel puisque le débat pourrait effectivement porter sur des questions ressortant de la compétence du juge.

Il a pourtant été clarifié très tôt que l'autorité de marché « *n'est pas une juridiction soumise au principe général de la contradiction des débats.* »<sup>2 3</sup>

<sup>1</sup> Loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

<sup>2</sup> Cour d'appel de Paris, 13 Juillet 1988, Arrêt Holophane.

<sup>3</sup> Cour d'appel de Paris, 10 mars 1992, Affaire Pinault-Printemps.

La proposition du groupe de travail, qui semble amorcer un véritable tournant sur la manière dont l'AMF assure sa mission, et sur la répartition du rôle entre cette autorité et le juge du contentieux boursier, pourrait venir en contradiction (mais comment serait-ce possible ?) avec les conclusions de la Cour d'appel de Paris.

✚ **Inadéquation du régime du retrait de la cote pour les petites et moyennes entreprises (PME), et celles de taille intermédiaire (ETI)** : force est de constater que plusieurs suggestions du groupe de travail, à l'image de la 1<sup>ère</sup>, n'ont été conçues et dimensionnées que pour des émetteurs sophistiqués disposant des moyens techniques, humains et matériels appropriés. *A contrario*, ces suggestions ne semblent que très peu adaptées aux structures existantes des PME et ETI. Or, cette insuffisante prise en compte de leurs spécificités est regrettable au regard des efforts considérables mis en œuvre et des initiatives engagées par le Gouvernement, les régulateurs - y compris l'AMF - ainsi que par l'ensemble des parties prenantes, pour encourager le financement de ces entreprises par le marché.

✚ **Risque de forum shopping** : il est à noter que dans d'autres places financières européennes, la procédure attachée aux offres publiques est empreinte de plus de souplesse. Tel est le cas de l'Allemagne, ou encore du Royaume-Uni où le retrait obligatoire peut être organisé par la voie statutaire, ce qui ne suppose pas l'intervention du *Takeover Panel*. La perspective d'une instruction longue et périlleuse pourrait encourager le *forum shopping* par un déplacement du siège social vers les pays permettant une radiation de la cote dans des conditions suffisamment souples. Cette possibilité est particulièrement regrettable et préoccupante et cela d'autant plus dans le contexte du Brexit induisant *de facto* une concurrence accrue entre Paris et Londres et aux vues de la désaffection croissante constatée des émetteurs pour la cotation en bourse dont l'une des motivations évidentes est liée aux importantes difficultés pour en sortir.

Il est donc impératif que le dispositif qui sera mis en place permette, sans léser les investisseurs minoritaires, de simplifier et d'alléger la procédure de retrait de la cote.

#### **Proposition n°1 – Mieux garantir le suivi de l'offre par les administrateurs**

En cas d'offre publique, un comité d'administrateurs ad hoc constitué majoritairement d'administrateurs indépendants devrait être chargé par l'organe social compétent de la société visée de choisir et superviser les travaux de l'expert indépendant.

En l'absence d'administrateurs indépendants ou lorsque leur nombre est insuffisant pour former un comité ad hoc, la société visée par l'offre publique devrait soumettre à l'AMF, pour agrément, l'expert indépendant qu'elle entend désigner au regard des moyens matériels et humains (notamment la composition et la qualification de l'équipe dédiée à la mission) dont il dispose et du programme de travail établi, lequel inclurait également le nombre d'heures et le montant des honoraires demandés.

Pour rappel, depuis la modification de l'article 261-1 du RG AMF en 2006, conforme sur ce point aux recommandations formulées par le rapport relatif au renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées, il appartient à la société visée par une offre publique ou qui envisage un retrait obligatoire de nommer un expert indépendant.

Auparavant, celui-ci était désigné par l'AMF dans le cadre d'une procédure administrative d'agrément.

Si le premier paragraphe de la proposition n°1 s'insère dans une logique et des principes de bonne gouvernance, le second encourt la critique dans la mesure où il constitue un retour en arrière regrettable :

- ✚ **Calendrier** : la rédaction proposée de l'article 261-1, III du RG AMF enferme la procédure d'agrément de l'expert indépendant, lorsque la société visée ne dispose pas d'un comité *ad hoc* composé d'administrateurs indépendants, dans un délai de 15 jours de négociation, trop long eu égard aux contraintes de temps inhérentes aux offres publiques, notamment de prise de contrôle.
  - **Offres publiques de prise de contrôle** : toutes les offres publiques de prise de contrôle supposent le respect d'un calendrier extrêmement serré.
  - **Offres publiques de fermeture** : les offres publiques de fermeture peuvent être animées par des motivations diverses et variées qu'il convient d'envisager ci-après, sans pourtant en fournir de liste exhaustive. D'abord, un certain nombre d'offres publiques de fermeture sanctionnent le faible volume d'échange des actions de la société visée sur une période donnée et donc, l'insuffisance de liquidité desdites actions – laquelle pourrait conduire à une sous-évaluation des actions concernées; néanmoins, il ne s'agit pas d'une règle invariable. Ensuite, selon une logique de coût, la société peut décider de s'émanciper de la cotation compte tenu d'une part, de la sous-utilisation du marché dans sa politique de financement et d'autre part, des coûts induits par la cotation. De la même façon, une offre publique de fermeture est susceptible d'intervenir dans un contexte de restructuration interne du groupe ou afin de permettre à la société de bénéficier du régime de l'intégration fiscale. En fonction des objectifs spécifiques poursuivis par l'initiateur de l'offre publique de fermeture, le calendrier peut ainsi se révéler déterminant au succès de ladite offre.

Dès lors, l'extension de la durée de la procédure est contestable tant s'agissant des offres publiques de prise de contrôle que des offres publiques de fermeture. C'est donc vers un délai extrêmement court qu'il convient de tendre.

### **Proposition de rédaction**

Article 261-1-1-III du RG AMF

*III. - Dans les cas visés aux I et II du présent article, l'AMF peut, le cas échéant, s'opposer à la désignation de l'expert indépendant, dans un délai de ~~15~~ 2 jours de négociation, lorsqu'elle a des motifs raisonnables de considérer que l'expert ne présente pas les compétences ou garanties suffisantes, notamment d'indépendance, pour assurer sa mission.*

- ✚ **Composition du comité *ad hoc*** : pourquoi un comité *ad hoc* composé 3 personnes au moins ? Par définition, lorsque l'offre est lancée par un majoritaire, les administrateurs indépendants peuvent être en nombre restreint (la cible de gouvernance étant d'au moins 1/3). Lorsque le choix des actionnaires est celui d'un conseil resserré avec un faible nombre d'administrateurs (7 ou 8 par exemple), pourquoi un comité *ad hoc* formé de deux administrateurs indépendants ne conviendrait-il pas ? Pour quelles raisons la mission de sélection ou de supervision ne pourrait-elle pas être confiée à un seul administrateur indépendant ? Est-ce le nombre qui garantit l'indépendance et la capacité de l'administrateur à jouer pleinement son rôle ?

Ainsi, c'est seulement en l'absence d'indépendants ou, à défaut, de membres qui ne sont pas en situation de conflit d'intérêts (*v. infra*), qu'une intervention de l'AMF se justifierait.

- ✚ **Membre qui n'est pas en situation de conflit d'intérêts** : si les sociétés dites « *large cap* » disposent des outils techniques, matériels et humains pour doter leur organe social compétent d'un nombre de membres indépendants suffisant afin de constituer un comité *ad hoc*, il n'en est pas de même pour des sociétés dites « *small* » ou « *mid cap* ». Dès lors, il serait nécessairement complexe, voire impossible, pour ces sociétés de constituer un comité *ad hoc*, rétablissant ainsi, en pratique, à tout le moins pour ces sociétés, une procédure d'agrément auprès de l'AMF quasi-systématique. Ceci est d'autant plus regrettable que cela va à contre-courant des initiatives engagées par le Gouvernement et les régulateurs, y compris l'AMF, ainsi que par les différents acteurs concernés, visant à renforcer l'attractivité des marchés financiers notamment, au profit des PME et des ETI. Cette recherche d'attractivité repose certes sur l'amélioration des conditions d'accès aux marchés financiers mais également – et nécessairement - sur la simplification des modalités de sortie de la cote. Or, la généralisation de la procédure d'agrément pour les sociétés « *small* » ou « *mid cap* » qu'engendrerait inévitablement la présente réforme, est de nature à sensiblement alourdir les modalités de retrait de la cote. Cet alourdissement viendrait alors accélérer le ralentissement, structurel depuis plusieurs années, du nombre annuel d'introductions en bourse.

Dans ce contexte, le recours au concept de membre qui n'est pas en situation de conflit d'intérêts, à défaut d'un nombre suffisant d'administrateurs indépendants, constitue une solution appropriée, un arbitrage raisonnable pour préserver, autant que faire se peut, les intérêts en présence dans la mesure où elle n'a pas d'impacts négatifs sur la situation des actionnaires minoritaires de la société visée.

### **Propositions de rédaction**

Article 261-1-III du RG AMF

*III. – L'expert indépendant est désigné, dans les conditions fixées par une instruction de l'AMF, par l'organe social compétent de la société visée sur proposition d'un comité ad hoc comportant une majorité de membres indépendants ou, à défaut, de membres qui ne sont pas dans une situation de conflit d'intérêts. Dans l'hypothèse où l'organe social compétent adopte un avis motivé qui s'écarter des termes proposés par le comité ad hoc, il en fait connaître les raisons dans son avis motivé prévu à l'article 231-19, 4°.*

Article 231-19-4° in fine du RG AMF

*Lorsqu'au sein de l'organe social compétent, a été constitué dans le cadre de l'offre un comité ad hoc comprenant une majorité de membres indépendants ou, à défaut, de membres qui ne sont pas dans une situation de conflit d'intérêts, celui-ci propose la nomination de l'expert indépendant, assure le suivi de ses travaux et prépare les termes de l'avis motivé. Dans l'hypothèse où l'organe social compétent adopte un avis motivé qui s'écarter des termes proposés par le comité ad hoc, il en fait connaître les raisons dans cet avis.*

- ✚ **Recommandation additionnelle** : afin de permettre aux sociétés visées de bénéficier de la flexibilité dont elles ont besoin, il serait préférable de supprimer les articles 261-1-III, 261-1-1, 261-1-2 et 231-19-4° in fine du RG AMF et de les reproduire, tels que modifiés dans le cadre de la présente réponse, dans la Recommandation n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre des opérations financières. En effet, les contraintes de temps et les exigences de confidentialité qui conditionnent, bien souvent, la réussite d'une offre publique implique un minimum de flexibilité afin de permettre aux sociétés visées de s'éloigner, dans la limite du respect de la loi et des principes généraux du droit, du mode de désignation « normal » d'un expert indépendant.

Cette Recommandation n°2006-15 pourrait également contenir des éléments de définition - suffisamment flexibles pour ne pas enfermer la procédure dans un carcan trop rigide - de la notion de conflit d'intérêt appliquée à un membre de l'organe social compétent<sup>4</sup>.

### **Proposition n°2 – Mieux garantir le suivi de l'offre par les administrateurs**

En cas d'offre de fermeture, la remise par l'expert indépendant de son rapport signé au profit de l'organe social compétent de la société visée, et l'émission par ledit organe de son avis motivé sur l'offre, interviendrait au plus tôt 15 jours de négociation après le dépôt de la note d'information de l'initiateur, pour permettre à l'expert indépendant et à l'organe social compétent de la société visée de prendre connaissance des éventuelles observations écrites provenant des actionnaires minoritaires et de répondre aux principales d'entre elles.

Si la protection des intérêts des actionnaires minoritaires est évidemment un sujet important et sensible, la proposition n°2 n'est pas satisfaisante puisqu'elle s'éloigne sensiblement de l'esprit du législateur, s'agissant de la Loi PACTE (à savoir, faciliter la radiation de la cote) :

#### **✚ Un débat contradictoire inapproprié à un stade prématuré de l'offre publique de fermeture :**

- **Contreproductif** : la multiplication des observations est inévitablement de nature à retarder la remise du rapport de l'expert indépendant. Or, le paramètre temporel est une condition importante du bon fonctionnement de l'offre. La pratique actuelle des *addenda* entre le dépôt et le visa tendait à le préserver.

Il existe en outre un risque important que ce débat contradictoire, dès lors qu'on pourrait l'imaginer lourdement alimenté d'opinions externes dans des situations particulièrement controversées, conduise en quelque sorte à instaurer une situation d'« anti chambre » à un éventuel contentieux à l'occasion de l'examen de la conformité de l'offre publique par le collège de l'AMF.

- **Un débat reposant sur des informations parcellaires** : les observations formulées par les actionnaires minoritaires de la société visée ne pourront, par définition, pas s'appuyer sur le rapport de l'expert indépendant. Or, l'introduction d'un débat contradictoire au profit des actionnaires minoritaires peut-il avoir du sens si ces derniers ne sont pas en mesure de bénéficier l'œil critique et des éclaircissements fournis par l'expert indépendant dans le cadre de son rapport ?
- **Un périmètre aléatoire** : cette proposition impose à l'organe social compétent dans le cadre de l'émission de son avis motivé, et à l'expert indépendant de répondre aux « principales observations » écrites formulées par les actionnaires minoritaires. Or, et outre le fait qu'un tel exercice peut se révéler chronophage tant pour la société visée que pour l'expert indépendant, la notion de « principales observations » n'est pas définie, voire n'est pas définissable. Ce concept porte en lui un élément d'appréciation subjectif, source d'insécurité juridique et manifestement incompatible avec le régime des offres publiques, notamment de fermeture. En effet, il pourrait aussi bien faire référence à une observation jugée pertinente par l'expert indépendant (créant ainsi un aléa selon l'expert désigné), et/ou à une observation soulevée de façon récurrente par un certain nombre d'actionnaires minoritaires et cela en dépit de son absence de pertinence et

<sup>4</sup> A titre de point de départ de la réflexion, les éléments suivants pourraient être envisagés : *Un membre qui n'est pas en situation de conflit d'intérêts désigne un membre de l'organe social compétent d'une société visée par une offre publique qui relève de l'une des situations suivantes : (a) Il n'a pas de lien capitalistique, patrimonial ou extra-patrimonial, directement ou par personne interposée, avec l'une des personnes suivantes : (1) l'initiateur de l'offre publique ou un membre de son groupe ; (2) l'expert indépendant désigné ou dont la désignation est envisagée ; (b) Il n'est pas intéressé à l'issue de l'offre publique ou au retrait obligatoire ; tout en ne fermant pas la porte à d'autres situations dans lesquelles un membre ne serait pas objectivement en situation de conflit d'intérêts (par exemple un représentant des salariés).*



de son objectif dilatoire. Enfin, cette incertitude juridique consubstantielle à la notion de « principales observations » est un facteur de responsabilité supplémentaire – et injustifié – pesant tant sur la société, son organe social compétent que sur l'expert indépendant désigné.

- **Redondant** : ce débat contradictoire est redondant dans la mesure où les conditions de l'offre, et notamment, les éléments d'appréciation du prix sont susceptibles d'être contestés devant la juridiction compétente à un stade plus avancé de la procédure d'offre de fermeture.
- ✚ **Une « prise en otage » de l'initiateur de l'offre** : Le fait qu'un débat public contradictoire soit organisé après le dépôt de l'offre aboutit à ce que l'initiateur de l'offre de fermeture soit pris en otage dans la mesure où il ne peut la révoquer. En effet, ce dernier pourrait se retrouver dans une situation délicate et regrettable dans laquelle il se verrait tenu de maintenir son offre et cela alors même que des actionnaires minoritaires élèveraient des contestations intenable sur les conditions de ladite offre et notamment, sur les éléments d'appréciation du prix. L'effet « prise d'otage » est d'autant plus prégnant qu'avant la remise du rapport d'expertise, la probabilité que celle-ci avorte est plus grande. A l'inverse, la probabilité d'échec de l'opération diminue avec le temps, notamment en raison de la remise de l'attestation d'équité qui a vocation à rassurer le marché. Dès lors, les contestations et/ou observations des minoritaires devraient être concentrées après la remise du rapport de l'expert.
- ✚ **Activisme actionnarial** : la proposition n°2 pourrait induire des effets collatéraux susceptibles de fragiliser ou, à tout le moins, bousculer certaines valeurs boursières françaises. Un débat contradictoire prématuré offrirait, sans nul doute, une caisse de résonance, à certains investisseurs dont les intérêts pourraient légitimement être questionnés. Ces derniers se retrouveraient alors dans une position favorable pour peser sur la politique stratégique de la société visée et ainsi, asseoir leurs propres orientations parfois au détriment des intérêts de cette dernière, de l'initiateur et des autres actionnaires minoritaires. Le risque d'instrumentalisation de ce nouveau débat contradictoire ne devrait donc pas être sous-estimé.
- ✚ **Remise en cause de l'indépendance de l'expert** : il convient de souligner la contradiction entre l'objectif louable poursuivi par le groupe de travail consistant à préserver l'indépendance de l'expert désigné en le soustrayant à toute forme de pression extérieure, et l'ouverture d'un débat au profit des actionnaires minoritaires à un stade prématuré de l'offre de fermeture. En effet, la proposition n°2 a pour effet d'exposer l'expert désigné aux éventuelles pressions des actionnaires minoritaires (y compris, le cas échéant, d'activistes) notamment s'agissant des éléments d'appréciation du prix. Dès lors, son objectivité pourrait être remise en cause, ceci desservant alors plus généralement l'objectif d'indépendance de l'expertise poursuivi par le groupe de travail.
- ✚ **Interactions avec le CSE** : les offres de fermeture s'accompagnent souvent de la nécessité de mettre en œuvre une procédure informelle (ou formelle selon les cas) de consultation du Comité social et économique et d'effectuer, par conséquent, une annonce du prochain dépôt de l'offre et de son prix (afin d'éviter les fuites). Pour cette raison, l'expert peut être désigné en amont du dépôt et rendre son rapport la veille dudit dépôt, l'organe compétent de la société visée émettant son avis motivé sur cette base et le projet de note en réponse étant déposé avec le projet de note d'information le jour de dépôt de l'offre auprès de l'AMF. L'expert pressenti dans le cadre de ce processus est alors fréquemment amené à formuler une opinion informelle sur le prix d'annonce, réservant certes ses conclusions définitives à la remise de son rapport à l'organe social compétent de la société cible. Il est regrettable que ces considérations n'aient pas été prises en compte.
- ✚ **Perte de sécurité** : ce nouveau calendrier imposé implique un prix d'annonce moins sécurisé, ce qui ne représente pas nécessairement un progrès pour le marché et pour les transactions opérées pendant la phase pré-offre, et oblige l'initiateur à déposer son offre avec moins de sécurité s'agissant du financement de l'opération en amont (et moins de visibilité sur les fonds à mobiliser, visibilité qui commande tout de même, ne serait-ce qu'au regard de son propre intérêt social – les initiateurs pouvant aussi avoir des comptes à rendre à leurs associés - la décision de l'offrant de déposer une offre de fermeture).

- ✚ **Impacts sur le coût du retrait de la cote** : l'allongement de la durée de la procédure d'offre de fermeture étend, mécaniquement, l'éventuelle période de garantie des banques concernées. Outre l'impact négatif en termes de fluidité et de lisibilité des offres publiques en France comparativement aux autres places européennes, le coût de cette garantie deviendra probablement plus élevé pour les émetteurs, en particulier pour des PME ou des ETI, ce qui pourrait alors venir porter un autre coup à l'intérêt de la cotation pour ces entreprises.

Dans ce contexte, devraient être supprimés :

- L'article 231-26-I-3° du RG AMF ;
- La seconde phrase de l'article 262-1-II du RG AMF :

*II. - À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. ~~Dans le cas prévu à l'article 231-26 I, 3°, l'expert ne peut remettre son rapport avant l'expiration du délai de quinze jours de négociation mentionné à cet article.~~*

- Le paragraphe suivant de l'article 3 de l'Instruction AMF n°2006-07 sur les offres publiques d'acquisition :

*L'avis motivé de l'organe social compétent, qu'il s'agisse du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de la formation appelée à se prononcer précise : (...)* visée ;

- ~~*Les principales observations écrites d'actionnaires reçues dans les conditions prévues à l'article 1 et les éléments de réponse apportés, le cas échéant, en lien avec le rapport de l'expert indépendant.*~~

### **Proposition n°3 – Faciliter l'accès des actionnaires minoritaires aux parties concernées par l'offre**

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 (i) un contact en son sein pour transmettre les éventuelles observations écrites, et (ii) le nom de l'expert indépendant mandaté sur l'offre afin que les actionnaires puissent lui faire parvenir leurs observations écrites.

L'AMF mettrait également à la disposition des actionnaires une boîte dédiée pour les offres publiques dont le contenu serait en tant que de besoin porté à la connaissance des différentes parties prenantes.

L'obligation de mise à disposition par la société visée d'un contact afin d'assurer la transmission des éventuelles observations écrites des actionnaires minoritaires n'est pas adaptée :

- ✚ **En cas d'offre publique de prise de contrôle** : il ne relève pas, dans ce cas, de la responsabilité de la société visée de mettre en place un tel circuit d'informations alors qu'elle n'est pas à l'origine de l'opération.
- ✚ **Pour toutes les offres publiques sans distinction** : si un débat contradictoire, tel que proposé, devait être maintenu, ce qui ne saurait se justifier (v. *supra*), il semblerait plus logique de renforcer l'office de l'expert indépendant désigné.

C'est en tout état de cause aux réalités pratiques que cette proposition n°3 n'est pas adaptée : comment en effet imaginer que la société, déjà pleinement occupée au suivi de l'offre en cours, puisse mettre en œuvre les moyens humains et matériels nécessaires à la gestion d'une telle boîte aux lettres, qui pourrait s'avérer extrêmement chargée notamment en cas de controverse ?

### **Proposition de rédaction**

Recommandation AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante  
Article 5

*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 (i) ~~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.~~*

### **Proposition n°5 – Renforcer le contenu de l'avis motivé établi par l'organe social**

L'avis motivé de l'organe social compétent de la société visée (le cas échéant sur proposition du comité ad hoc) devrait être renforcé pour inclure :

- Le processus de nomination de l'expert et les raisons qui ont conduit l'organe d'administration à retenir ledit expert (les raisons qui ont justifié la nomination de l'expert : expérience, composition et qualification de l'équipe dédiée à la mission et moyens matériels...), ainsi que les fondements juridiques de la désignation de l'expert (lettre de mission) - cf. aussi proposition 11 ;
- La liste des réunions tenues et des thèmes et problématiques traités ;
- La mention que toutes les données prévisionnelles, concernant notamment le plan d'affaires, ont été transmises à l'expert indépendant et établies selon les procédures habituelles de la société visée (cf. aussi proposition 13), ainsi que le fait qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles (ou, dans le cas contraire, qu'elles ont été communiquées à l'expert et le traitement qui leur a été réservé) ;
- L'explication des éventuelles différences entre le nouveau plan d'affaires transmis à l'expert indépendant et la communication financière antérieure de la société ; et
- La prise en compte dans l'avis motivé des principales observations écrites présentées par les actionnaires minoritaires par une réponse circonstanciée, le cas échéant, en lien avec l'expert indépendant (cf. aussi proposition 4).

L'AMAFI n'est pas opposée au renforcement du contenu de l'avis motivé établi par l'organe social compétent de l'émetteur.

Néanmoins, les troisième et quatrième points de la proposition n°5 encourent la critique.

**✚ S'agissant du 3ème point**, celui-ci impose à l'organe social compétent de la société visée qu'il confirme dans le cadre de son avis motivé, d'une part que toutes les données prévisionnelles ont été communiquées à l'expert indépendant désigné et d'autre part, le fait qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles.

Pour rappel, la réforme de 2006 était animée par l'ambition que l'office de l'expert indépendant devienne une mission d'évaluation à part entière, avec un niveau de diligence élevé, incluant notamment un corpus méthodologique, un rapport détaillé et normé, adapté tant dans son contenu que dans sa forme à l'examen des membres de l'organe social compétent de la société visée, des actionnaires minoritaires et de l'AMF. Dans ce contexte, il appartient d'ores et déjà à l'expert d'apporter un regard critique sur les données prévisionnelles fournies par la direction de la société visée et les différentes sources externes. Il doit ainsi, d'une part, requérir de la direction de la société visée qu'elle



modifie ses prévisions lorsqu'elles s'avèrent irréalistes et d'autre part, s'assurer que tout changement effectué récemment par la direction s'agissant des prévisions figurant dans le plan d'affaires, lui ait été communiqué. C'est dans ce cadre que la pratique qui consiste pour la société visée à fournir à l'expert indépendant une déclaration confirmant le bien-fondé des prévisions et une lettre d'affirmation, s'est cristallisée.

Cette pratique apparaît d'autant plus suffisante eu égard à la qualité et à la mission de l'expert que les déclarations nouvellement requises au titre du troisième point de la proposition n°5 pourraient engendrer des effets potentiellement pervers :

- **Risque de désinformation du marché** : force est de constater, que ces nouvelles déclarations conduiraient *in fine* la société visée à rendre publiques des données prévisionnelles qui ne sont pas nécessairement pertinentes dans le cadre de l'exercice d'évaluation en vue d'une offre publique. En effet, la réalisation d'un état de lieux, qui plus est publiquement, des données prévisionnelles existantes élaborées dans le cadre d'exercices différents peut s'avérer dangereux car ces données prévisionnelles pourraient être utilisées en dehors du contexte dans lequel elles s'insèrent, et ainsi à mauvais escient. En ce sens, il n'est pas possible d'exclure que ces données prévisionnelles décontextualisées soient utilisées à des fins opportunistes et contribuent finalement à la désinformation du marché.
- **Impossibilité pratique** : s'agissant notamment des émetteurs sophistiqués, qui disposent de directions financières régionales ou locales (en France ou à l'étranger) indépendantes (ou relativement autonomes), il sera impossible de garantir que l'ensemble des données ont été transmises. La proposition n°5 apparaît, à cet égard, irréaliste, et générera en outre des coûts supplémentaires.
- **Risque accru de responsabilité** : dans sa rédaction actuelle, la proposition serait de nature à faire peser un risque supplémentaire de responsabilité sur la société visée et son organe social compétent, et viendrait alimenter, possiblement inutilement, des contestations, et le cas échéant, un contentieux post-opération.

Alternative : afin de parvenir à satisfaire au mieux l'objectif louable de transparence poursuivi par le groupe de travail tout en évitant un risque de désinformation du marché, il serait sans doute intéressant de systématiser, tel que préconisé par certains experts de la place, l'insertion au sein du rapport d'expertise, d'une section consacrée aux méthodologies employées et qui ont conduit à l'obtention des données prévisionnelles figurant dans le plan d'affaires. Il serait notamment envisageable d'exposer la manière dont les prévisions ont été construites et validées en interne ainsi que les diligences réalisées dans le cadre de l'élaboration du plan d'affaires (contrôle de cohérence des données, discussions avec le management et échanges avec les administrateurs, confrontation avec les autres éléments de projection pertinents tels que des données internes appropriées ou même le consensus). Cette solution aurait le mérite, en plus de servir l'objectif de transparence, de rassurer les actionnaires sur la revue critique effectuée par l'expert indépendant et dès lors, d'asseoir davantage la crédibilité du plan d'affaires sous-tendant les travaux de celui-ci sans pour autant produire les effets potentiellement pervers ci-dessus décrits.

- ✚ **S'agissant du 4ème point**, le groupe de travail envisage d'imposer à la société visée de s'expliquer publiquement, dans le cadre de son avis motivé sur la pertinence de sa communication financière antérieure compte tenu des hypothèses de prévisions retenues pour l'évaluation au jour de l'offre.

Cette obligation n'a pas lieu d'être dans le cadre d'une offre et constitue un mélange des genres inapproprié. Ces questions doivent rester dans le cadre des seuls travaux de l'expert et de sa capacité d'analyse, ainsi que du suivi des travaux de l'expert par l'organe social compétent. Il revient en effet à l'expert de faire la part des choses, de mener ses investigations, de juger des éléments qu'il doit donner dans son rapport, sous le contrôle du ou des administrateurs indépendants. En tout état de cause, on ne peut occulter que les conditions dans lesquelles est opérée la communication financière des sociétés cotées s'inscrit dans un cadre précis contrôlé par l'autorité de marché. Émettre un avis sur

cette communication financière, s'il est négatif, ne revient-il pas à remettre en cause le contrôle qu'aurait dû mettre en œuvre l'AMF ? Et s'il est demandé à l'expert d'aller au-delà de ce qu'exige le strict cadre juridique, quelles en sont les limites ?

Elle est en outre génératrice d'effets non souhaitables :

- **En cas d'écarts non significatifs** : usuellement, les sociétés communiquent périodiquement sur leurs résultats annuels ou semestriels et ponctuellement, de façon exceptionnelle, en cas de survenance d'évènements justifiant l'annonce d'une révision en dehors de ces *momentum*. Il en résulte que, fréquemment, une certaine durée s'écoule entre d'une part, l'offre publique et d'autre part, les dernières publications, ce qui peut naturellement engendrer des écarts à la marge que le marché a, semble-t-il, parfaitement intégrés. Dès lors, provoquer une explication entre la communication financière antérieure et les prévisions communiquées dans le cadre d'une offre publique aurait pour conséquence d'inquiéter sans raisons valables le marché et *in fine*, de compromettre le bon déroulement de l'offre publique initiée.
- **En cas d'écarts significatifs** : dans le cas où un écart entre la communication financière historique et les hypothèses de prévisions formulées dans le cadre d'une offre publique, s'avérerait significatif et sans corrélation apparente avec des évènements survenus au cours de la période intercalaire, se poserait éventuellement la question du bien-fondé de la communication financière de la société visée, ce qui constitue cependant un sujet à part entière et très délicat qu'il n'est pas pertinent de traiter à l'occasion d'une offre publique. En effet, la remise en cause de la communication financière de la société visée enverrait un signal négatif au marché et en tout état de cause, compromettrait le succès de l'offre publique initiée, sans oublier que des sanctions sont d'ores et déjà attachées aux règles relatives à ladite communication financière.
- **Des exercices différents** : la rédaction d'un plan d'affaires et un exercice de communication ne se situent pas sur le même plan en ce sens qu'ils ne poursuivent pas les mêmes objectifs, ne mobilisent pas les mêmes techniques d'un point de vue méthodologique, et ne requièrent pas les mêmes exigences. Il en résulte que le plan d'affaires et la communication financière historique de la société visée ne sont que très difficilement comparables. D'autre part, si cet exercice devait être institutionnalisé dans la réglementation AMF, ce qui serait regrettable, il devrait relever de la responsabilité de l'expert indépendant dans le cadre de l'établissement de son rapport et non pas de la société visée par une offre publique.

Dès lors, il convient de supprimer les points suivants de l'article 3 de l'Instruction AMF n°2006-07 sur les offres publiques d'acquisition :

*L'avis motivé de l'organe social compétent, qu'il s'agisse du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de la formation appelée à se prononcer précise :*

(...);

- ~~Si les données du plan d'affaires transmises à l'expert ont été approuvées par l'organe social compétent de la société visée selon les procédures habituelles, traduisent, au moment de l'offre publique, la meilleure estimation possible des prévisions de la société visée, s'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles;~~
- ~~Une explication des éventuelles différences entre le nouveau plan d'affaires transmis à l'expert indépendant et la communication financière antérieure de la société visée;~~

**Proposition n°6 - Présenter de manière transparente le contenu de la documentation d'offre par comparaison à la communication historique de la société sur sa stratégie**

Dans le cadre d'une offre de fermeture l'initiateur devrait préciser, le cas échéant, la nouvelle stratégie, ses intentions, et les implications de cette évolution au regard de la valorisation de la société visée.

S'agissant spécifiquement des offres de fermeture, lesquelles supposent que l'initiateur de l'offre contrôle la société visée, la mise en œuvre combinée des propositions 5 et 6, serait de nature à créer une dichotomie peu praticable, entre d'une part, l'analyse de la stratégie développée par l'organe social de la société visée, dans le cadre notamment de sa communication financière antérieure et la présentation de la stratégie future de l'initiateur de l'offre publique. En cas de divergence, voire de contradiction entre ces visions stratégiques, un signal négatif faisant naître un risque supplémentaire à l'offre publique, serait diffusé au marché.

Dès lors, le paragraphe suivant de l'article 2(10) de l'Instruction AMF n°2006-07 sur les offres publiques d'acquisition devrait être supprimé :

*10. La signature des personnes attestant de l'exactitude des informations figurant dans la note.*

~~Lorsque l'offre est déposée par un actionnaire détenant préalablement au dépôt, directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée, et que ledit actionnaire souhaite mettre en œuvre une nouvelle stratégie, il doit préciser les implications de cette évolution au regard de la valorisation de la société.~~

*La note d'information est signée, chacun pour ce qui le concerne, respectivement par l'initiateur et par le ou les établissements présentateurs.*

**Proposition n°7 - Clarifier et mieux justifier les conditions de fixation du prix**

Lorsque le prix d'offre s'établit en deçà de l'actif net comptable (ANC), de la moyenne des cours de bourse (moyennes 60 jours, 120 jours, 180 jours et 250 jours de négociation) pondérée par les volumes, ou du prix extériorisé par toute opération significative intervenue sur le capital de la société visée lors des 18 mois précédant le fait générateur de l'offre), l'initiateur devrait expliquer les raisons pour lesquelles ces références ne sont pas retenues lorsqu'il envisage de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre publique.

Ce, sous réserve du paragraphe suivant.

Le règle du prix plancher en matière d'offre publique d'achat simplifiée, dans laquelle l'initiateur détient au moins 50% du capital et des droits de vote de la société visée (moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, pendant les 60 jours de négociation précédant l'annonce, ou à défaut, le dépôt de l'offre, prévue à l'article 233-3 du règlement général) devrait être étendue à toutes les offres de fermetures.

À titre liminaire, l'industrie adhère dans son principe, à la règle *comply or explain* s'agissant du prix de l'offre dans la mesure où elle permet la fixation d'un prix en deçà de l'actif net comptable en cas de nécessité.

Néanmoins, deux points s'agissant des modalités de mise en œuvre d'une telle règle doivent être relevés :

- + **Délais** : une période de 250 jours de négociation s'agissant du calcul de la moyenne des cours de bourse ainsi que celle de 18 mois précédant le fait générateur de l'offre en ce qui concerne la pondération par un prix extériorisé au cours d'une opération significative est excessive :
  - **S'agissant du délai proposé de 250 jours de négociation**, celui-ci mobilise une période de cotation trop longue au cours de laquelle la valeur des actions concernées est susceptible de varier, à la hausse comme à la baisse, en raison d'évènements qui ne sont plus significatifs au jour de la fixation du prix de l'offre.
  - **S'agissant du délai proposé de 18 mois**, celui-ci implique de rechercher trop loin dans le passé l'existence de transactions comparables. Or, force est de constater que les conditions de marchés sont susceptibles d'évoluer considérablement au cours de ce laps de temps ; de telle sorte que la comparaison du prix de l'offre publique initiée avec celui fixé dans le cadre d'offres publiques similaires, deviendrait peu significative.

Il résulte que ces délais excessivement longs autoriseraient des points de comparaisons artificiels et le cas échéant, non représentatifs.

- + **Champ d'application de la règle *comply or explain*** : le champ d'application du premier paragraphe de la proposition n°7 couvre l'ensemble des offres publiques à l'issue desquelles un retrait obligatoire est mis en œuvre. Cependant, il convient de restreindre le périmètre d'application aux seules offres de fermeture en en précisant bien la définition.

### **Proposition de rédaction**

Instruction AMF n°2006-07 relative aux offres publiques d'acquisition  
Article 2

*Lorsqu'il envisage de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre de fermeture, l'initiateur doit également justifier, le cas échéant, des raisons pour lesquelles le prix ou la parité proposés font ressortir une valeur inférieure :*

- À l'actif net comptable ;
- À la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de transactions, pendant les 60 jours, 120 jours ~~et 180 jours~~ ~~et 250 jours~~ de négociation précédant l'annonce ou le fait générateur de l'offre. Pour les besoins de ce calcul, les cours et volumes utilisés sont ceux constatés sur le marché sur lequel les actions de la société visée bénéficient de la liquidité la plus importante ;
- Au prix extériorisé par toute opération significative intervenue sur le capital de la société visée lors des ~~12~~ ~~18~~ mois précédant l'annonce ou le fait générateur de l'offre.

*L'initiateur doit également justifier des raisons pour lesquelles ces références ne sont pas retenues.*

- + **Extension de la règle du prix plancher à toutes les offres publiques de fermeture** : il conviendrait tout d'abord de clarifier que ne sont pas concernées par la présente règle les offres publiques de retrait dites « non volontaires » et non suivies d'un retrait obligatoire (*RG AMF, articles 236-1, 236-5 et 236-6*).

En effet, la règle du prix plancher est-elle pertinente pour des offres déposées par des actionnaires détenant plus de 90% du capital ou des droits de vote, alors que la liquidité du titre peut être extrêmement faible et que le cours de bourse peut être décorrélié de la valeur intrinsèque de la société ? N'y aurait-il pas un effet d'aubaine, voire un risque de manipulation du marché pour des investisseurs dont l'objectif réel serait de tirer le prix de l'offre vers le haut ?

Enfin, quelle est la pertinence et la portée de cette règle spécifique, calée sur le prix des 60 jours de négociation précédant le dépôt du projet d'offre, alors qu'il est déjà envisagé d'introduire un « *comply or explain* » quand un retrait obligatoire est envisagé ?

#### **Proposition n°8 - Mieux encadrer la pratique des compléments de prix**

Dans l'hypothèse où un complément de prix serait envisagé du fait d'un aléa de valorisation lié à des circonstances spécifiques et préexistantes à l'offre (actifs particuliers / litiges en cours / procédures en cours) et portant sur des actifs significatifs, sa durée devrait être limitée à 5 ans et l'initiateur devrait expliciter les moyens mis en œuvre pour garantir qu'il sera en mesure de régler le complément à l'échéance.

Il devrait également être prévu une mission complémentaire de suivi d'exécution du complément de prix par l'expert indépendant dès la nomination de celui-ci.

- + **Utilisation du terme « garantir »** : ce terme prête à confusion en ce qu'il pourrait faire référence, par exemple, à une garantie accordée par la banque garante, ce qui ne peut avoir été l'intention des rédacteurs.
- + **Une mission complémentaire potentiellement vide de sens** : par ailleurs, s'agissant du second paragraphe de la proposition n°8, il n'appartient pas à l'expert indépendant de veiller au suivi d'exécution du complément de prix (entendu comme la survenance et la mise en paiement de tout complément de prix). Le rôle de l'expert est d'apprécier le caractère équitable du prix d'offre associé à un éventuel complément de prix, et non d'assurer de sa mise en paiement effective.

Les éléments d'explication permettant de comprendre le calcul du complément de prix et les modalités éventuelles de mise en paiement de celui-ci sont décrits dans la note d'information validée par l'AMF. Dès lors, cette mission complémentaire de l'expert s'agissant du suivi de l'exécution du complément de prix, si elle existait, serait dépourvue de toute substance.

#### **Proposition de rédaction**

Recommandation AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante  
Article 3.2.3.

*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 **s'assurer** ~~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 suivi du paiement, par l'initiateur, du complément de prix.~~*

**Proposition n°14 – Assurer aux experts indépendants les moyens nécessaires pour accomplir leurs missions**

Lorsque l'expert estime ne pas avoir bénéficié d'un délai suffisant ou des documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission, celui-ci pourrait remettre un rapport en « l'état ». Dans ce cas, ce rapport ne pourra être qualifié d'attestation d'équité.

La proposition n°14 n'apporte aucune nouveauté ni amélioration : en effet, en pratique aujourd'hui, lorsque l'expert indépendant ne dispose pas des éléments nécessaires à l'établissement de son rapport, il ne le dépose tout simplement pas et ne remet pas d'attestation d'équité. La proposition n°14 ne constitue donc en aucun cas d'une solution nouvelle et reviendrait en réalité à formaliser un risque de blocage dans le RG AMF, ce qui ne présente pas d'intérêt, compte tenu, au surplus, la teneur de la proposition n°16 commentée ci-après.

Dès lors, l'article 262-1-III du RG AMF devrait être supprimé.

**Proposition n°16 – Renforcer la revue des diligences effectuées par l'expert indépendant**

Lorsque l'AMF constate que le rapport d'expertise indépendante contient des insuffisances significatives, elle pourrait demander à la société visée que cette dernière lui propose, pour agrément, le nom d'un nouvel expert qu'elle désignerait à ses frais. Il en irait notamment ainsi lorsque le rapport omet de statuer sur une situation de conflit d'intérêts ou lorsqu'il fait apparaître des incohérences, des lacunes dans la mise en œuvre de l'évaluation de la société visée.

L'objet de la proposition n°16 est de permettre à l'AMF d'agréer, sur proposition de la société visée, un autre expert en cas d'insuffisance du rapport de l'expert indépendant initialement désigné.

Cette proposition ne peut qu'être insatisfaisante :

- ✚ **La méthode des *addenda* est efficace** : la pratique actuellement utilisée par l'AMF ayant pour objet de solliciter que le rapport d'expertise initialement remis soit complété par des *addenda* en cas d'insuffisance, est efficace et appropriée. Cette technique est saine, dans la mesure où elle permet d'apporter une solution rapide et efficace aux éventuelles carences de l'expert, sans engendrer pour autant un risque de blocage.
- ✚ **« Expert contre expert »** : la rédaction en l'état de la proposition n°16 ne permet pas clairement d'identifier si l'expert agréé par l'AMF emporte dessaisissement de l'expert initial ou à l'inverse, peut donner lieu à une coexistence des deux experts. En tout état de cause, ne serait-il pas délicat, pour l'expert agréé par l'AMF, de désavouer un de ses confrères ? Il en résulte que la proposition n°16 sera difficile, voire tout simplement impossible, à mettre en œuvre en pratique.
- ✚ **Multiplication des experts** : à cela s'ajoute un risque de multiplication des experts puisqu'il n'est pas exclu qu'une association d'actionnaires minoritaires vienne saisir un 3<sup>ème</sup> expert. En outre, aucune limite n'est prévue s'agissant du nombre d'experts susceptibles de se succéder ; dès lors, il est concevable, au moins en théorie, d'imaginer une situation dans laquelle plusieurs experts se succèderaient. Ceci aurait pour effet de ralentir encore davantage la procédure d'offre publique initiée. *A contrario*, dans le cas où une telle limite serait envisagée, un risque de blocage inquiétant pourrait voir le jour notamment, si le rapport d'expertise remis à l'AMF par le dernier expert pouvant être désigné, en application de ladite limite, serait jugé insuffisant.



En d'autres termes, il serait grandement préférable de conserver la méthode actuelle des *addenda*.

**Proposition de rédaction**

Article 261-1-1, II du RG AMF

*II. - À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. ~~Dans le cas prévu à l'article 231-26 I, 3°, l'expert ne peut remettre son rapport avant l'expiration du délai de quinze jours de négociation mentionné à cet article.~~*

*~~Dans l'hypothèse où l'expert se voit confier une nouvelle mission constituant le prolongement de la première, il n'est pas tenu de respecter un nouveau délai additionnel de vingt jours de négociation. Il justifie dans son rapport du délai utilisé pour l'accomplissement de sa mission, telle que prolongée.~~*

☉ ○ ☽