



10 février 2020

Retour de consultation publique sur un projet de modification de la réglementation à la suite du rapport du groupe de travail sur le retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques

L'Autorité des marchés financiers a procédé à une consultation publique portant sur un projet de modification de la réglementation faisant suite au rapport du groupe de travail AMF publié le 16 septembre 2019 sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques. La consultation publique qui s'est déroulée du 15 septembre au 15 octobre 2019 a porté sur (i) certains articles des Titres III et VI du Livre II du règlement général de l'AMF (le règlement général), (ii) l'instruction AMF 2006-07 sur les offres publiques (l'instruction sur les offres), (iii) l'instruction AMF 2006-08 sur l'expertise indépendante (l'instruction sur l'expertise), et (iv) la recommandation AMF 2006-15 sur l'expertise indépendante (la recommandation sur l'expertise).

Au total, l'AMF a été destinataire de **39 courriers**¹ dont : 20 provenant d'actionnaires particuliers², 7 provenant de cabinets d'avocats, 6 provenant d'associations, 3 provenant de fonds d'investissement et 3 provenant d'experts indépendants ou d'associations d'experts indépendants.

Cette note présente, en synthèse, les retours de consultation et les options *in fine* retenues par l'AMF à la lumière desdits retours. **Les textes visés par la consultation ont été mis à jour des différentes modifications et sont disponibles sur le site de l'AMF.** Les développements ci-après reprennent les principaux arguments issus du retour de consultation et suivent la chronologie des propositions issues du rapport du groupe de travail, lesquelles étaient articulées autour des deux thèmes suivants : (I) renforcer la protection des actionnaires minoritaires et, (II) mieux garantir l'indépendance et la transparence de l'expertise indépendante.

I Renforcer la protection des actionnaires minoritaires

I. 1. Retour de consultation sur la proposition n° 1 (indépendance de l'organe social compétent de la société visée et comité *ad hoc*)

Proposition 1 : *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 sur la base 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.

¹ Dans la mesure où certains courriers étaient strictement identiques, ils ont été retranchés du nombre total de courriers reçus pour aboutir au nombre de 39 courriers reçus susvisés.

² En comptant les courriers identiques mentionnés ci-dessus.

Les retours de consultation sont partagés concernant la question de la désignation de l'expert indépendant sur proposition d'un comité *ad hoc*. La majorité des investisseurs particuliers souhaitent qu'une contre-expertise puisse être demandée et obtenue par les actionnaires minoritaires ou, pour certains investisseurs particuliers uniquement, que l'expert indépendant soit systématiquement désigné par l'AMF, afin d'éviter toute situation de conflit d'intérêts. Selon ces derniers, le recours systématique à un comité *ad hoc* composé d'administrateurs indépendants constitue une avancée partielle qui ne pourra pas être totalement satisfaisante tant que l'expert sera rémunéré par la société visée.

Certaines associations recommandent que l'expert indépendant soit nommé sous l'égide des associations professionnelles agréées par l'AMF, par la mise à disposition au profit des organes compétents des sociétés visées, d'une liste d'experts indépendants reconnus comme adhérant aux bonnes pratiques et disposant des moyens requis. Un cabinet d'avocats estime pour sa part qu'il n'est pas opportun de renforcer le rôle du comité *ad hoc* au sein du règlement général. Certains cabinets d'avocats recommandent en outre d'introduire la possibilité de retenir des administrateurs qui, tout en n'étant pas indépendants au sens des codes de gouvernance, ne seraient pas sujets à des conflits d'intérêts dans le cadre de l'offre projetée, ce qui permettrait aux sociétés ne disposant pas d'un nombre élevé d'administrateurs indépendants de pouvoir constituer un comité *ad hoc*. Un cabinet d'avocats propose par ailleurs que l'AMF précise le nombre minimum d'administrateurs indépendants devant composer le comité *ad hoc*.

Sur le principe d'« agrément » par l'AMF de l'expert en cas d'absence de comité *ad hoc*, un cabinet d'avocats estime que les règles existantes offrent une protection suffisante pour ne pas réintroduire dans le règlement général une procédure jugée excessive. Si la proposition devait néanmoins être conservée, ce cabinet fait valoir que (i) l'AMF pourrait préciser le nombre minimum d'administrateurs indépendants que devrait contenir le comité *ad hoc*, (ii) le processus d'agrément délivré par l'AMF pourrait être informel (afin que la décision de l'AMF ne puisse faire l'objet d'aucun recours) et enfermé dans un délai court, et enfin, que (iii) l'AMF pourrait recommander que le président du comité d'audit de la société visée soit membre du comité *ad hoc* puisque ses compétences et connaissances devraient utilement servir aux besoins des missions dévolues à ce comité. Une association estime que l'agrément de l'expert par l'AMF constituerait un retour en arrière regrettable et fait notamment valoir que le délai de 15 jours de négociation prévu pour la procédure d'agrément est trop long et propose que ce délai soit ramené de 15 à 2 jours. Deux cabinets d'avocats estiment également que l'agrément de l'AMF devrait être donné dans un délai bref et suggèrent la publication, par l'AMF, d'une liste d'experts indépendants faisant l'objet d'un agrément *a priori*. Une association propose par ailleurs de tirer au sort les experts et d'appliquer un barème de paiement afin de garantir l'indépendance des experts.

Modifications envisagées sur la base de la proposition n° 1 (voir les articles 261-1 III, 231-19, 4°, 231-13 et 261-1-1 du règlement général et l'article 2 de l'instruction sur l'expertise) : L'AMF a estimé qu'il n'était pas possible de réconcilier les différents souhaits, parfois antagonistes, exprimés dans les contributions reçues. En revanche, tout en restant fidèle au consensus qui avait été trouvé lors de l'élaboration du rapport du groupe de travail, elle a décidé de préciser le nombre minimum de membres que doit comporter un comité *ad hoc*, de simplifier les textes en supprimant les doublons qui figurent aux articles 261-1 III et 231-19, 4° du règlement général et de raccourcir le délai « d'agrément » d'un expert par l'AMF en le faisant passer de 15 à 10 jours de négociation maximum. En outre, l'AMF a souhaité conserver le caractère contraignant du dispositif et n'a pas souhaité intégrer celui-ci dans une recommandation. Certaines dispositions ont par ailleurs été modifiées à la marge dans un objectif de cohérence du dispositif proposé.

I. 2. Retour de consultation sur la proposition n° 2 (disjonction - 15 jours entre le dépôt de la note d'information et celui de la note en réponse en cas d'offre de fermeture)

Proposition 2 : 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, interviendraient au plus tôt 15 jours de négociation après le dépôt de la note d'information de l'initiateur, pour permettre 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.

Deux cabinets d'avocats soulignent l'importance d'avoir un calendrier le plus resserré possible et proposent de ne pas rendre obligatoire la disjonction des notes lorsque les principales caractéristiques de l'offre et l'identité de l'expert indépendant sont communiquées au marché au moins 15 jours avant le dépôt de l'offre. Certains cabinets d'avocats estiment qu'il serait nécessaire de définir la notion d'offre de fermeture. D'autres cabinets d'avocats soutiennent la proposition de disjonction des notes, mais estiment que le délai de 15 jours prévu entre le dépôt des deux notes est trop long. L'un d'eux souhaite par ailleurs que les actionnaires fassent valoir leurs arguments en indiquant, pour des questions de transparence et d'équilibre, leur identité, le nombre d'actions qu'ils détiennent et leur éventuelle situation de conflit d'intérêts, et, le cas échéant, le nom de la personne qui les mandate.

Une association estime que le contradictoire qui s'instaurerait du fait de la disjonction des notes (i) serait contreproductif, (ii) reposerait sur des informations parcellaires, (iii) prendrait en otage l'initiateur qui ne pourrait plus révoquer son offre, (iv) pourrait être instrumentalisé par des activistes, (v) remettrait en cause l'indépendance de l'expert qui pourrait subir des pressions des actionnaires minoritaires, (vi) créerait une insécurité du prix d'annonce de l'offre, et (vii) perturberait les interactions avec le Comité Social et Economique (CSE). À l'inverse, plusieurs autres associations accueillent très favorablement le projet de disjonction des notes et proposent d'étendre celle-ci à toutes les offres, estimant qu'elle facilite le contact avec les actionnaires minoritaires, empêche les incompréhensions, et réduirait la pratique de l'*addendum*. Elles font néanmoins valoir que le délai de 15 jours proposé n'est pas toujours suffisant et souhaiteraient qu'il soit allongé.

Modifications envisagées sur la base de la proposition n° 2 (voir les articles 231-26 I, 3° et 262-1 II du règlement général) : Au regard des contributions reçues, plusieurs options étaient possibles : (i) la conservation du droit actuel, (ii) introduire l'obligation de disjonction des notes en cas d'offre de fermeture avec mise en œuvre d'un retrait obligatoire, (iii) introduire l'obligation de disjonction des notes à toutes les offres de fermeture, et enfin (iv) introduire l'obligation de disjonction des notes à toutes les offres. Au final, l'AMF a estimé que le point d'équilibre qui avait été trouvé par le groupe de travail est satisfaisant et a conservé le texte actuel, tout en précisant que la disjonction des projets de notes d'information et en réponse s'applique à toutes les offres de fermeture, à savoir celles déposées par un initiateur détenant déjà 50% du capital et des droits de vote (et non celui qui vient à détenir 50% du capital et des droits de vote), que celui-ci souhaite ou non mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre.

I. 3. Retour de consultation sur la proposition n° 3 (favoriser le contact avec les actionnaires)

Proposition 3 : 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.

Les principales remarques proviennent de cabinets d'avocats qui estiment (i) que les actionnaires minoritaires disposent déjà de garanties suffisantes sur le prix de l'offre, (ii) que les échanges sont susceptibles de prolonger la procédure d'offre et d'être coûteux, ce qui n'est pas souhaitable, et (iii) que la transmission « *en tant que de besoin* » par l'AMF des observations à l'initiateur, à la cible et à l'expert indépendant paraît arbitraire et ferait peser un double risque pour l'AMF.

Compte tenu des obligations de transparence qui pèsent sur l'initiateur de l'offre et la société visée, certains avocats suggèrent d'assurer un équilibre en imposant à tous les actionnaires faisant parvenir des observations d'indiquer (i) leur identité, leurs objectifs et, le cas échéant, leurs conflits d'intérêts, (ii) le nombre de titres de la société visée et de l'initiateur qu'ils détiennent, et (iii) le cas échéant, l'identité de leur(s) mandant(s) et les informations visées aux (i) à (ii) le(s) concernant. Ces avocats estiment par ailleurs que pour assurer le caractère contradictoire et transparent de la procédure, l'AMF devrait transmettre à l'initiateur, à la société visée et à l'expert tous les documents qui lui seront adressés par des actionnaires et que la mention « *le cas échéant* » qui figure dans la proposition de texte devrait être supprimée.

En outre, pour ne pas retarder indûment le calendrier de l'offre, d'autres avocats estiment qu'il serait utile d'imposer aux actionnaires un délai de 8 ou 10 jours de négociation à compter de la publication de la note d'information pour faire parvenir leurs observations. Une association estime à l'inverse que le délai de 15 jours de négociation est trop court et qu'il apparaît impératif que les contacts mentionnés soient facilement joignables par le plus grand nombre d'actionnaires et que les éventuelles observations écrites puissent être formulées par tout moyen, notamment par voie électronique.

Modifications envisagées sur la base de la proposition n° 3 (voir l'article 5 de la recommandation sur l'expertise et l'article 1 de l'instruction sur les offres) : L'AMF a estimé que la création d'une boîte dédiée à la réception des observations au profit des actionnaires minoritaires est utile et non un prétexte pour les soumettre à un nouveau régime de transparence, s'agissant de leurs intentions ou du nombre de titres qu'ils détiennent. S'agissant de la transmission par l'AMF « *en tant que de besoin* » des observations qu'elle reçoit, il sera relevé que celle-ci permet d'éviter le transfert de courriers d'actionnaires qui sont en doublons, hors sujet ou à destination de l'AMF uniquement, étant précisé qu'il est de pratique et jurisprudence constante que l'AMF n'est pas tenue au contradictoire processuel lorsqu'elle examine un projet d'offre publique. Par conséquent, l'AMF n'a pas modifié le texte de la consultation.

I. 4. Retour de consultation sur la proposition n° 4 (prise en compte des observations des actionnaires par l'expert dans son rapport)

Proposition 4 : *Le rapport d'expertise devrait prévoir un chapitre sur les principaux arguments présentés par les actionnaires minoritaires que l'expert analyse et apprécie et sur lesquels il prend position (cf. proposition 5).*

Un groupe de travail mené par une association d'experts indépendants est favorable à la proposition tout en précisant (i) qu'il appartient à l'organe social compétent de répondre aux arguments présentés par les actionnaires sur les questions n'entrant pas dans les attributions de l'expert et, (ii) que l'expert ne peut être considéré comme une chambre d'enregistrement de l'ensemble des observations qui lui sont adressées, et (iii) qu'il doit être laissé à l'expert indépendant la responsabilité d'exercer son jugement pour apprécier et justifier celles entrant ou non dans le champ de ses compétences.

Un investisseur individuel souhaite que l'expert justifie de l'absence de prise en compte de tout argument qui lui serait envoyé et qu'une instance soit en charge, à l'AMF, de prendre une décision

d'arbitrage lorsqu'il existe un désaccord entre les observations dudit actionnaire et l'analyse de l'expert indépendant. Un fonds d'investissement propose d'ajouter un seuil de significativité rendant obligatoire la réponse de l'expert (exemple 0,5%) aux observations formulées, afin de « filtrer les demandes » et de ne pas trop alourdir les travaux de l'expert indépendant.

Un cabinet d'avocats fait valoir que certains actionnaires pourraient transmettre tardivement leurs observations dans le seul but de retarder le dépôt de l'offre et propose, pour éviter cet écueil, que l'expert se voie reconnaître la possibilité de modifier son rapport entre le dépôt de l'offre et la décision de conformité de l'AMF afin de prendre en compte de telles observations tardives.

Modifications envisagées sur la base de la proposition n° 4 (voir l'article 3 II, 10° de l'instruction sur l'expertise, l'article 1 de l'instruction sur les offres et l'article 5 de la recommandation sur l'expertise) : L'AMF a considéré que l'expert indépendant doit uniquement présenter les principaux arguments développés qui concernent sa mission et l'analyse qu'il en fait, ce qui paraît être un point d'équilibre acceptable. En outre, au regard du principe d'égalité des actionnaires, l'AMF a estimé que l'analyse conduite par l'expert ne doit pas tenir compte du nombre d'actions détenues par les actionnaires qui présentent des observations.

I. 5. Retour de consultation sur la proposition n° 5 (contenu de l'avis motivé de l'organe social compétent)

Proposition 5 : *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).*

Un groupe de travail mené par une association d'experts indépendants est favorable à la proposition, mais précise que (i) les informations transmises doivent préserver la situation concurrentielle de la société visée par l'offre, (ii) l'expert indépendant n'est pas dispensateur d'informations confidentielles, au risque d'enfreindre le secret professionnel et le secret des affaires, et que (iii) le lien entre l'avis motivé de l'organe social compétent de la société visée et le rapport de l'expert indépendant concernant les observations écrites présentées par les actionnaires minoritaires est nécessaire pour départager les responsabilités entre l'organe compétent et l'expert indépendant et matérialiser que ces observations ont été exhaustivement examinées de part et d'autre.

Une association est favorable à la proposition à l'exception des points 3 et 4 de la proposition 5 qu'elle souhaiterait voir supprimer ou *a minima* 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.

S'agissant du 3^{ème} point de la proposition 5, une association estime qu'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 que les nouvelles déclarations sur les données prévisionnelles conduiraient *in fine* la société visée à rendre publiques des informations qui ne sont pas nécessairement pertinentes dans le cadre de l'exercice d'évaluation en vue d'une offre publique, notamment car elles seraient utilisées en dehors du contexte dans lequel elles s'insèrent, et ainsi à mauvais escient.

S'agissant du 4^{ème} point de la proposition 5, une association estime que le fait d'imposer à la société visée de s'expliquer sur la pertinence de sa communication financière antérieure par rapport aux hypothèses de prévisions retenues pour l'évaluation au jour de l'offre n'est pas souhaitable et devrait 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. Cette association fait notamment valoir qu'en cas d'écarts significatifs, se poserait éventuellement la question du bien-fondé de la communication financière de la société visée, mais qu'alors ce sujet devrait être traité en dehors de l'offre. L'association souligne en outre que la rédaction d'un plan d'affaires est un exercice qui ne se situe pas sur le même plan que la communication de la société, 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 ceux-ci ne sont que très difficilement comparables.

Sur ces mêmes points, plusieurs avocats soulignent que nombre de sociétés travaillent sur la base de comptes prévisionnels ou de budgets établis par entité /secteur/pays/zone géographique, sans préparer de plans d'affaires et qu'en conséquence, il pourrait être prévu que seul le plan d'affaires revu par l'organe social compétent peut être transmis à l'expert. En outre, ils proposent que la référence à l'approbation du plan d'affaires soit remplacée par la notion de « revue » car, en général, les conseils d'administration n'approuvent pas formellement les plans d'affaires mais procèdent à leur revue. Ils indiquent par ailleurs que le fait d'exiger que l'avis motivé précise qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles semble trop large et difficile (voire impossible) à confirmer car les sociétés peuvent préparer de multiples données prévisionnelles pour le pilotage de leurs activités, de leurs filiales, de leurs relations avec les banques, de leur trésorerie... Or, ces documents internes qui n'auront pas été revus par le conseil et qui peuvent avoir des finalités diverses n'ont pas forcément vocation à être transmis à l'expert. Un autre cabinet d'avocats propose de dépasser cette problématique en introduisant la référence aux « *données prévisionnelles pertinentes* ».

Une association estime pour sa part, s'agissant du plan d'affaires transmis à l'expert, qu'il n'est pas admissible que celui-ci soit différent de celui transmis au marché dans la communication antérieure, sauf à admettre que celle-ci était trompeuse. Elle souhaiterait par ailleurs que l'AMF soit plus directive sur la question des synergies, lesquelles constituent une part importante de la création de valeur dans les rapprochements d'entreprises. Une association estime également qu'il est important que l'expert tienne compte des données prévisionnelles et des synergies résultant de l'opération envisagée, qu'un débat doit s'instaurer entre l'expert et l'émetteur tout comme avec les actionnaires minoritaires et que la novation, créée par une offre en cours, ne devrait pas être permise.

Modifications envisagées sur la base de la proposition n° 5 (voir l'article 231-19, 4° du règlement général et les articles 3.5 et 1 de l'instruction sur les offres) : Au regard des retours de consultation, l'AMF a décidé de modifier les points 3° et 4° de la proposition 5 en prévoyant les cas dans lesquels aucun plan d'affaires n'est transmis à l'expert ainsi que ceux où le plan aurait simplement été revu par le l'organe social compétent. S'agissant des données prévisionnelles, l'AMF a décidé de ne retenir dans la réglementation que celles qui seraient pertinentes pour l'évaluation afin d'introduire davantage de

flexibilité. Enfin, s'agissant des différences qui pourraient exister entre le plan d'affaires de la société et la communication antérieure de la société, l'AMF souhaite qu'il ne soit pas obligatoire de fournir des explications que lorsque les différences ont un caractère significatif.

I. 6. Retour de consultation sur la proposition n° 6 (stratégie / évolution)

Proposition 6 : 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.

Plusieurs cabinets d'avocats et une association proposent de supprimer cette proposition qu'ils estiment être hors du champ de compétence de la consultation ou trop générale. D'autres cabinets d'avocats estiment que la proposition pourrait figurer dans la partie sur les intentions à 12 mois de l'initiateur. Une association insiste quant à elle sur la nécessité que l'avis motivé explique les éventuelles différences entre le nouveau plan d'affaires transmis à l'expert indépendant et la communication financière antérieure de la société.

Modifications envisagées sur la base de la proposition n° 6 (voir l'article 2 de l'instruction sur les offres): Afin de tenir compte des commentaires issus du retour de consultation, l'AMF a déplacé le dispositif au dernier alinéa de l'article 2, 3° de l'instruction sur l'offre relatif aux intentions de l'initiateur et a précisé qu'en cas d'offre de fermeture, l'initiateur doit présenter ses intentions en matière de stratégie et confirmer la prise en compte de celle-ci dans la valorisation de la société visée.

I. 7. Retour de consultation sur la proposition n° 7 (conditions de prix)

Proposition 7 : 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 fermeture.

La majorité des investisseurs particuliers estime que le prix d'offre devrait être fixé par l'AMF et que l'instauration d'un *comply or explain* visant l'ANC constitue un recul de l'AMF en terme de protection des actionnaires minoritaires. S'agissant du prix d'offre, certains investisseurs particuliers proposent notamment (i) l'obligation de retenir au moins trois méthodes de valorisation dont le cours de bourse, (ii) la justification obligatoire de toute décote ou prime spécifique supérieure à celle du marché, (iii) que l'obligation d'offrir une prime supérieure à 10% soit imposée sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourses sur les périodes de 1 mois, 2 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois préalablement au dépôt de l'offre, mais également d'offrir une prime de contrôle lorsque l'émetteur peut mettre en œuvre des synergies et en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire (iv) l'obligation de prendre en compte les déficits fiscaux, (v) l'interdiction de proposer un prix d'offre inférieur à l'ANC, et (vi) l'interdiction du recours aux décotes de contrôle, de taille ou pour illiquidité.

Un groupe de travail mené par une association d'experts indépendants estime que la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes sur 250 jours de négociation paraît trop longue, de même que le délai de référence de 18 mois pour retenir une opération significative sur le capital. Un cabinet d'avocats

s'interroge sur la pertinence du critère du cours de bourse dans une configuration où le cours ne constitue pas nécessairement une référence pertinente, notamment en cas de faible liquidité.

Certains cabinets d'avocats souhaiteraient que les règles de « prix plancher » ne soit applicables qu'aux offres de fermeture entendues comme celles où un actionnaire détenait déjà 50% du capital et des droits de vote afin de ne pas viser les cas où l'initiateur procède à l'acquisition d'un bloc de contrôle préalablement au dépôt de son offre. Une association estime pour sa part que le champ d'application de l'article est trop large et qu'il ne devrait trouver à s'appliquer qu'aux seules offres de fermeture en précisant bien la définition.

Une association soutient la proposition mais estime que le « prix plancher » sur les moyennes de cours de bourse ne devrait pas s'appliquer à celles qui excèdent 180 jours de bourse et que la référence aux opérations significatives intervenues sur le capital ne devrait pas concerner les opérations intervenues depuis plus de 12 mois. Un fonds d'investissement estime en revanche que toutes les opérations significatives mériteraient d'être précisées, en ce compris le prix maximum du programme de rachat d'actions validé par le conseil d'administration de la société cible et les rachats d'actions qui ont effectivement eu lieu. Il indique par ailleurs que le cours de bourse n'est pas un bon indicateur en cas d'offre de fermeture avec retrait obligatoire et qu'il ne peut par conséquent pas être le critère d'évaluation prépondérant. Il propose en outre qu'une prime d'expropriation soit versée en cas de retrait obligatoire.

Un cabinet d'avocats estime que la modification envisagée tend à réintroduire un contrôle général du prix des offres publiques, que l'AMF n'exerce plus et, qu'*a minima*, elle ne devrait s'appliquer qu'aux cas d'offres déposées sur le fondement du 1° de l'article 233-1 du règlement général et si l'initiateur envisage de mettre en œuvre un retrait obligatoire.

Modifications envisagées sur la base de la proposition n° 7 (voir l'article 236-7 al. 1^{er} du règlement général et l'article 2 de l'instruction sur les offres) : L'AMF estime que le *comply or explain* instauré représente une information utile pour les actionnaires minoritaires sans aucune déperdition de droits pour ces derniers. Concernant les critiques émises à l'encontre des seuils proposés pour les « prix plancher », lesquelles sont inhérentes à la création de seuils, l'AMF a décidé de ne pas abaisser les seuils, à l'exception de celui concernant la moyenne de cours pondérée par les volumes sur 250 jours, qui est supprimé. En outre, il est proposé de rendre ces dispositions applicables à toutes les offres dans lesquelles la société est contrôlée à plus de 50%, puisque très fréquemment, ces offres sont « l'antichambre » d'un retrait obligatoire à venir.

I. 8. Retour de consultation sur la proposition n° 8 (complément de prix)

Proposition 8 : Dans l'hypothèse où un complément de prix serait envisagé du fait d'un aléa de valorisation lié à des circonstances spécifiques et pré-existantes 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 du complément de prix par l'expert indépendant dès la nomination de celui-ci.

Un investisseur particulier estime qu'il faudrait imposer une clause de ré-évaluation du prix de cession en fonction des résultats futurs de la société à moyen terme (3 / 5 ans). Ce complément de prix ne serait dû par la société que si ses performances dépassent les estimations de l'analyse financière lors de l'opération de retrait.

Un groupe de travail mené par une association d'experts et un cabinet d'avocats estiment qu'il est de la responsabilité des dirigeants et de l'organe compétent de la société visée par l'offre de confier, le moment venu, une mission complémentaire à l'expert indépendant, laquelle ne peut consister qu'en une valorisation du complément de prix, et non en un suivi de son exécution au sens d'une mission de « *back office* » et de « *veille* » sur plusieurs années. Un cabinet d'avocats fait également valoir qu'il n'est pas cohérent de faire de l'expert indépendant le surveillant du processus de paiement des compléments de prix et que cette mission devrait incomber à la banque présentatrice, d'autant que c'est elle qui est garante de la teneur et du caractère irrévocable des engagements pris par l'initiateur. Un autre cabinet d'avocats estime que la durée maximale de cinq ans pour les éventuels compléments de prix semble trop rigide et que dans certains secteurs (notamment pharmaceutique), des durées plus longues peuvent se justifier.

Un fonds d'investissement estime que la limitation à 5 ans des compléments de prix apparaît comme totalement arbitraire et inadaptée au cycle de développement et de valorisation de certaines sociétés, notamment dans le secteur des hautes technologies. Il recommande d'autoriser, pour les PME opérant dans des secteurs hautement technologiques, les compléments de prix jusqu'à 10 ans.

Modifications envisagées sur la base de la proposition n° 8 (voir l'article 3.2.3 de la recommandation sur l'expertise) : L'AMF a souhaité que le texte proposé soit inséré dans une recommandation et non dans une instruction afin de permettre une certaine flexibilité par rapport à son contenu qui n'est qu'une recommandation, *i.e.* non obligatoire. S'agissant de la question du suivi dans le temps, l'AMF a décidé de limiter l'intervention de l'expert à l'analyse et au calcul du complément de prix, le moment venu.

La proposition 9 sur l'induction de nouveaux seuils légaux étant du domaine législatif, elle ne fait l'objet d'aucun développement.

II Mieux garantir l'indépendance et la transparence de l'expertise indépendante :

II. 10. Retour de consultation sur la proposition n° 10 (désignation de l'expert et contenu de la lettre de mission)

Proposition 10 : La procédure de nomination de l'expert indépendant devrait être conduite par l'organe social compétent de la société visée au terme d'un processus qui permettrait à l'expert indépendant d'avoir une appréciation précise et complète de la mission proposée.

Ainsi, l'expert devrait se voir expliciter les contours précis de la mission envisagée, les situations de conflits d'intérêts et le fondement réglementaire de ladite mission (cf. aussi proposition 5).

Lorsque l'expert est désigné, il lui serait remis une lettre de mission contenant les éléments cités ci-dessus, laquelle serait annexée à son rapport.

Un groupe de travail mené par une association d'experts indépendants est favorable à la proposition mais estime qu'au stade de la décision de nommer l'expert, il serait préférable que lui soit transmis une lettre de cadrage (et non de mission) se limitant strictement aux points visés à l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF en ce qui concerne respectivement les situations éventuelles (et non exhaustives) de conflits d'intérêt et la perspective d'un retrait obligatoire car il n'appartient pas à l'organe compétent de la société visée par l'offre de définir les travaux de l'expert indépendant, dont lui seul assume la responsabilité sur le plan technique, et de la conformité aux dispositions légales et réglementaires.

Aucune modification envisagée sur la base de la proposition n° 10 : L'AMF a estimé que l'encadrement des travaux de l'expert par une lettre de mission annexée à leur rapport participe d'une bonne information des actionnaires. Par conséquent, le projet envoyé en consultation est inchangé.

II. 11. Retour de consultation sur la proposition n° 11 (description de la mission dans le rapport)

Proposition 11 : *Le rapport d'expertise devrait contenir une partie spécifique concernant la mission qui lui a été confiée par la société visée (lettre de mission). Chacun des éléments constitutifs de la mission devrait être énuméré (cf. aussi propositions 5 et 10).*

Un cabinet d'avocats recommande de ne pas ajouter d'obligations supplémentaires à l'expert indépendant.

Aucune modification envisagée sur la base de la proposition n° 11 : L'AMF estimant que l'énumération des éléments constitutifs de la mission au sein du rapport participe de la bonne information des actionnaires, elle a conservé le texte proposé dans le cadre de la consultation (voir l'article 3 de l'instruction sur l'expertise).

II. 12. Retour de consultation sur la proposition n° 12 (délai d'intervention de l'expert)

Proposition 12 : *L'expert indépendant nommé par la société visée devrait disposer d'un minimum de 20 jours de négociation pour rendre son rapport ; ce délai s'entendrait à compter de la réception de l'ensemble des documents nécessaires à sa mission.
Dans l'hypothèse d'une nouvelle mission constituant le prolongement de la première, ce délai ne serait pas applicable. Dans ce cas, l'expert justifierait le délai effectivement utilisé au regard de la mission complémentaire menée.*

Un groupe de travail mené par une association d'experts indépendants estime qu'il est important pour l'expert indépendant, même dans le cas d'une mission complémentaire, de pouvoir se prévaloir du délai minimum de 20 jours de négociation. Un cabinet d'avocats estime qu'il conviendrait de maintenir le délai de 15 jours de négociation sans l'étendre à 20 jours de négociation pour ne pas trop rallonger le déroulement des offres publiques, notamment en cas de disjonction de la note d'information et de la note en réponse. Un cabinet d'avocats propose également une modification mineure consistant à préciser que le délai minimum dont doit disposer l'expert indépendant s'entend à compter de la réception des principaux documents « que l'expert estime » nécessaires à l'élaboration de sa mission.

Modifications envisagées sur la base de la proposition n° 12 (voir l'article 262-1 du règlement général, l'article 3.3 de l'instruction sur les offres et l'article 2 de la recommandation sur l'expertise) : L'AMF a estimé que le point d'équilibre qui a été trouvé sur ce texte est satisfaisant et propose uniquement de préciser que le délai minimum dont doit disposer l'expert indépendant s'entend à compter de la réception des principaux documents « que l'expert estime » nécessaires à l'élaboration de sa mission.

II. 13. Retour de consultation sur la proposition n° 13 (informations devant être reçues par l'expert)

Proposition 13 : *L'expert indépendant devrait indiquer dans son rapport s'il a eu accès à l'ensemble des informations qui lui sont utiles, tant auprès de la société cible que de l'initiateur, et ce quelle que soit la nature de l'offre. Il devrait indiquer dans son rapport s'il a reçu tous les documents nécessaires à l'accomplissement de sa mission, y compris (cf. aussi proposition 5) :*

- la lettre d'affirmation de la société visée ;
- le cas échéant, les données prévisionnelles concernant la société visée établies par l'initiateur, dont il se serait préalablement assuré de l'existence, et la lettre d'affirmation de l'initiateur ;
- le cas échéant les données utiles relatives aux éventuelles synergies anticipées au résultat de l'opération.

Un groupe de travail mené par une association d'experts indépendants estime que l'expert ne peut garantir à lui seul que toutes les informations utiles à sa mission lui ont été transmises, cette assurance ne pouvant être formellement obtenue que de la part de ses interlocuteurs au travers de lettres d'affirmation, dont les membres du groupe susvisé considèrent à ce titre qu'elles devraient être rendues obligatoires. *A contrario* l'expert indépendant doit détailler dans son rapport les sources documentaires auxquelles il s'est référé. Si l'expert indépendant estime pour sa part que toutes les informations utiles à sa mission ne lui ont pas été transmises, la délivrance de l'attestation d'équité s'en trouve *de facto* compromise, entraînant les conséquences indiquées dans la proposition 14. Le groupe estime que les experts devraient notamment avoir accès aux données prévisionnelles établies par l'initiateur et vérifier la cohérence des projections *stand alone* de l'initiateur concernant la société visée par l'offre avec celles qui lui sont présentées par cette dernière.

Un cabinet d'avocats estime que la pratique des lettres d'affirmation ne doit pas être encouragée ni faire l'objet de dispositions spécifiques dans la doctrine de l'AMF car cela risque de créer un transfert de responsabilité de l'expert vers la société visée. Les avocats estiment que ces lettres qui sont exigées en fin de mission peuvent constituer un moyen de pression de l'expert sur la société visée et qu'il faudrait *a minima* les encadrer.

Modifications envisagées sur la base de la proposition n° 13 (voir l'article 3 de l'instruction sur l'expertise) : L'AMF a estimé que la proposition est un compromis acceptable et a décidé de retenir le projet initial en prévoyant que l'expert indique également s'il a reçu, en temps utile, tous les documents « qu'il estime » nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

II. 14. Retour de consultation sur la proposition n° 14 (remise d'un rapport « en l'état »)

Proposition 14 : *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 cas, ce rapport ne pourra être qualifié d'attestation d'équité.*

Une association d'experts indépendants propose que soit précisée dans le règlement général l'obligation pour l'expert indépendant d'alerter l'AMF dès lors que l'information reçue s'avère insuffisante et de nature à conduire à déposer un rapport en l'état ne comportant pas de conclusion sur le caractère de l'offre. Un cabinet d'avocats estime qu'au regard des délais dont dispose l'expert indépendant pour mener sa mission que la proposition susvisée va trop loin et pourrait permettre à l'expert indépendant de se dérober sur certaines offres difficiles. Une association estime que la proposition n'apporte pas d'amélioration car une offre dont l'information serait lacunaire ne serait pas déclarée conforme par l'AMF et propose de supprimer la proposition.

Aucune modification envisagée sur la base de la proposition n° 14 (voir l'article 262-1 III du règlement général) : L'AMF a estimé que les contributions issues de la consultation ne remettent pas en cause l'intérêt du dispositif, lequel permet à l'expert d'avoir un levier plus solide pour exiger que toutes les informations nécessaires lui soient transmises, et a conservé le projet en l'état.

15. Retour de consultation sur la proposition n° 15 (contextualisation de la conclusion du rapport de l'expert)

Proposition 15 : *Il serait souhaitable de contextualiser dans la conclusion des rapports d'expertise indépendante les raisons pour lesquelles les conditions financières de l'offre sont considérées comme équitables (d'où l'importance de définir précisément la mission dans le cadre de la lettre de mission.*

Un cabinet d'avocats estime que l'équité ne peut varier en fonction des circonstances dans la mesure où il n'existe pas plusieurs « catégories d'équité » et que la contextualisation des conclusions de l'expert serait de nature à remettre en cause ce principe.

Aucune modification envisagée sur la base de la proposition n° 15 (voir l'article 3 de l'instruction sur l'expertise) : L'objet du dispositif consistant uniquement à imposer à l'expert indépendant de préciser les conditions de l'attestation d'équité dans la conclusion du rapport de l'expert indépendant au regard de la mission qui lui a été confiée, ce qui constitue un élément saillant de sa mission, l'AMF a conservé le projet de texte envoyé en consultation, à l'exception d'une modification mineure.

II. 16. Retour de consultation sur la proposition n° 16 (désignation d'un nouvel expert en cas d'insuffisances significatives)

Proposition 16 : *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 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.*

De manière générale, les experts indépendants qui ont répondu estiment que le recours à un second expert délégitimerait la mission de l'expert indépendant et serait susceptible de rallonger inutilement le calendrier d'une offre et de poser des questions juridiques délicates en cas de contentieux (valeur juridique de la première attestation d'équité, immixtion de l'AMF dans un débat d'expert sur l'appréciation des conditions financières de l'offre, nécessité d'organiser un contradictoire entre les deux experts, risque de contentieux pour l'AMF pour n'avoir pas fait diligenter une seconde expertise). Certains experts estiment que le recours à un nouvel expert ne devrait être envisagé qu'au cas où l'expert désigné n'aurait pas été en mesure ou capable de répondre de façon adéquate aux demandes de l'AMF, et qu'il soit justifié d'insuffisances dans les méthodes utilisées ou les diligences menées.

Un cabinet d'avocats s'interroge sur la nature du contrôle qui serait effectué par l'AMF et les critères qui seraient en pratique pris en compte pour récuser un expert. Le cabinet estime en outre que ce pouvoir n'est pas utile, dans la mesure où l'AMF a toujours la possibilité de déclarer une offre non conforme. Un autre cabinet d'avocats estime que le dispositif accorderait à l'AMF des pouvoirs très larges de remise en cause des travaux de l'expert à raison de toute « incohérence » ou « lacune » significatives, ce qui serait source d'insécurité juridique et de contentieux. Le cabinet d'avocats propose in fine de ne réserver les cas de désignation d'un second expert qu'en cas d'erreur grossière.

Une association estime que le plus judicieux ne serait pas de « repartir à zéro » avec un nouvel expert, mais d'entamer un débat contradictoire sur la valeur avec l'expert. L'association estime pour sa part qu'il faut conserver la « méthode des *addendum* » par laquelle les experts corrigent leurs rapports après échanges avec les services de l'AMF, sans aller jusqu'à solliciter la désignation d'un nouvel expert qui conduirait à une « bataille d'experts » ainsi qu'à une augmentation des délais de la procédure d'offre.

Modifications envisagées sur la base de la proposition n° 16 (voir l'article 261-1-1 du règlement général et l'article 2 de l'instruction sur l'expertise) : Au regard des différentes critiques émises, il est proposé, sans que cela ne remette en cause la pratique des *addendum*, de maintenir la possibilité pour l'AMF de demander une nouvelle expertise indépendante. La mesure doit demeurer exceptionnelle et doit s'analyser comme la possibilité d'obtenir *in fine* une décision de conformité sur le projet d'offre ainsi modifié, faute de quoi une décision de non-conformité pourrait être prononcée.

II. 17. Retour de consultation sur la proposition n° 17 (revue de la qualité du rapport)

Proposition 17 : La personne en charge de la revue qualité au sein de l'entité juridique à laquelle appartient l'expert devrait décrire sa mission, son rôle et les diligences effectuées dans le cadre de sa revue. Ces éléments figureraient dans le rapport, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont elle bénéficie.

Le projet de modification visé par la proposition 17 n'a pas fait l'objet de commentaires aux fins de modification et demeure par conséquent inchangé (voir l'article 3 de l'instruction sur l'expertise).

II. 18. Retour de consultation sur la proposition n° 18 (rémunération de l'expert)

Proposition 18 : Lorsque sa rémunération est inférieure à 50 000 € HT, l'expert indépendant devrait justifier dans son rapport des raisons pour lesquelles il a accepté la mission pour un montant d'honoraires inférieur à ce montant. Lorsque l'expert perçoit un complément de rémunération par rapport au montant prévu lors de l'acceptation de sa mission, celui-ci devrait être justifié dans les mêmes conditions (étant rappelé qu'aucun complément de prix ne peut être versé à raison du succès de l'opération sous-jacente).

Le rapport préciserait par ailleurs le nombre d'heures passées sur le dossier dans le cadre de la mission, le cas échéant, en précisant le calendrier et les principales étapes, la qualification de l'équipe intervenue sur le dossier, ainsi que les diligences réalisées par chacun dans le cadre de la mission.

Selon certains experts indépendants, sauf justification particulière, la rémunération minimum d'un rapport d'expertise devrait être portée à 100 000 € HT. En outre, une association d'experts indépendants estime que l'indication du nombre d'heures passées sur un dossier ne rend pas nécessairement compte de la qualité du travail effectué par l'équipe et qu'il serait plus pertinent d'exiger une description de l'équipe et des travaux réalisés.

Par ailleurs certains experts indépendants font notamment valoir que la rémunération de la mission d'expertise ne se réduit pas à la question du quantum d'heures qui lui est consacrée, ni à un « prix », mais est nécessairement fonction de la qualification des intervenants et des moyens techniques mis en œuvre par l'expert indépendant. Un autre expert indépendant remarque en sus des éléments évoqués ci-dessus qu'un des moyens de garantir l'indépendance de l'expert serait que son expertise ne représente pas un chiffre d'affaires trop important par rapport à son chiffre d'affaires annuel. Une association est favorable à la proposition mais estime que par parallélisme, l'expert devrait justifier sa rémunération lorsqu'elle est supérieure à un certain plafond.

Aucune modification envisagée sur la base de la proposition n° 18 (voir l'article 3 de l'instruction sur l'expertise) : L'AMF estime que le temps passé sur un rapport demeure une information pertinente. S'agissant du montant de la rémunération, le montant de 50 000 euros HT apparaît comme étant un seuil minimum de compromis qui avait été accepté à l'occasion du groupe de travail. Il s'agit d'un seuil flexible puisqu'il est possible de prévoir une rémunération inférieure si celle-ci est clairement justifiée ou une rémunération supérieure. L'objectif poursuivi étant d'assurer un niveau minimum de diligence, il n'est pas proposé de plafond du seuil de rémunération. L'AMF a par conséquent décidé de ne pas modifier le texte envoyé en consultation.

* *
*