

L'expertise financière indépendante

NOUVEL OUTIL DE GOUVERNANCE



GÉRARD VALIN
Président
ANDEFI*

De conception réglementaire encore récente en France, l'expertise indépendante vise à éviter les conflits d'intérêt à l'occasion d'opérations de haut de bilan. La coordination transnationale de ce concept devrait connaître de nouveaux développements. Les recherches actuelles en finances fournissent des pistes intéressantes en faveur de nouveaux paradigmes d'évaluation encore peu familiers aux mandataires sociaux et parties prenantes.

L'expertise indépendante a obtenu sa reconnaissance officielle en France en 2006. Le Règlement général (RG) de l'AMF a précisé les conditions de ce nouveau dispositif établi en faveur des parties prenantes (cas d'expertise indépendante obligatoire, diligences des experts, rapport d'équité, rémunération). Elle est cependant couramment pratiquée dans les pays anglo-saxons depuis la décennie 1980. Elle faisait aussi partie, dans notre pays, de certaines missions particulières confiées aux commissaires aux comptes qui appliquaient une norme professionnelle spécifique, en cas de retrait obligatoire par exemple (norme professionnelle 7-105). Les interventions des experts indépendants visent à éliminer les effets pervers de conflits d'intérêts potentiels à l'occasion d'opérations stratégiques de sociétés cotées (OPA, OPE, retrait obligatoire...). Leur contribution concerne

principalement la valorisation des entités concernées, en particulier à l'égard d'actionnaires minoritaires, selon les conditions financières de chaque opération.

Un concept ancien, mais des pratiques nouvelles en France...

Aujourd'hui, l'expertise indépendante repose, dans la plupart des pays disposant de bourses importantes de valeur, sur trois piliers principaux.

■ Il s'agit d'abord de sauvegarder l'indépendance de l'expert évaluateur à l'égard de l'ensemble des parties prenantes et de leurs divers conseils. Cette démarche se situe dans le sillage des efforts en faveur de la démocratie actionnariale et de la séparation des pouvoirs. Une autre forme d'indépendance avait déjà été requise à l'égard de certains administrateurs dans le contexte d'une gouvernance modernisée des sociétés

cotées, et ceci depuis plus de trente ans au Royaume-Uni (*non executive directors*). L'indépendance propre aux analystes financiers, à l'occasion d'importantes opérations financières, a, quant à elle, fait l'objet d'une recommandation spécifique de l'AMF du 18 mai 2007 : celle-ci accompagnait des évolutions significatives du RG en la matière.

■ La valorisation effectuée par l'expert financier indépendant doit reposer sur des compétences et pratiques reconnues. Elle implique des connaissances spécifiques des zones géographiques, environnements financiers et activités spécialisées propres aux opérations concernées.

■ L'expert indépendant fournit, aux termes de ses diligences et de son rapport, une "attestation d'équité", parfois qualifiée d'"opinion" ou d'"avis", à l'issue d'un rapport public, en vue d'assurer l'égalité générale de traitements de toutes les parties prenantes.

* Association nationale d'experts financiers indépendants.

...Face à la complexité des marchés financiers

L'émergence récente de l'expertise indépendante en France et, plus généralement, en Europe, tient aujourd'hui à quatre facteurs de risques globaux.

■ **Il s'agit d'abord de neutraliser un risque de communication** biaisée dans des environnements juridiques particulièrement complexes. La plupart des théories financières reposent, en effet, sur l'égalité et l'instantanéité d'une information supposée complète auprès de toutes les parties prenantes. C'est ainsi que l'"efficacité" des marchés constitue l'hypothèse de base des principaux modèles d'évaluation, tels que le Modèle d'évaluation des actifs financiers (Medaf) et ses successeurs plus élaborés. Sur un plan juridique et pénal, les défauts d'information peuvent prendre la forme de délits d'initiés conduisant à des abus de majorité, abus de marché, voire diffusion d'informations mensongères.

■ **La complexité des instruments financiers** visés constitue un autre facteur de risque en matière de communication. La plupart des sociétés cotées, en effet, ont recours à des modalités de financement requérant l'usage d'obligations convertibles, OBSA, Ora, Oceane, Orname, *stock-options*, bons de souscription d'actions... relevant de l'art. L 211-2 du Code monétaire et financier. Les actions des sociétés (éventuellement de préférence, à dividendes prioritaires) peuvent être détenues ou prêtées, démembrées ou non au profit de catégories d'investisseurs très différents supposés "qualifiés" ou non, "résidents" ou non. Enfin, la transnationalisation des opérations financières conduit à utiliser de nombreuses places de cotation répondant à des habitudes de placement et d'informations peu coordonnées imposant des règles de communication différenciées.

■ **Il faut ensuite tenir compte des risques associés aux objectifs d'investissements** des multiples parties prenantes des marchés financiers qui ne cessent de se diversifier. À l'opposition traditionnelle entre actionnaires majoritaires ou minoritaires, qualifiés ou non, salariés ou non,

obligataires ou non, institutionnels ou non, fonds de pension et divers fonds d'investissements investis à plus ou moins long terme, fonds spéculatifs, entre autres, s'ajoutent de nouvelles catégories d'intervenants tels que les fonds souverains, les investissements socialement responsables, les placements respectant la Charia, les tenants de l'activisme actionnarial... Il n'est pas certain que les taux de rotation des portefeuilles qui, d'une façon générale, se sont fortement accélérés au cours des dernières décennies reflètent fidèlement les objectifs des différents mandataires financiers. Dans certains cas, l'horizon de placement aurait plutôt tendance à s'allonger,

“ La bourse française se situe dans une “honnête” moyenne si on la compare aux marchés financiers des actions cotées russes (-67%), chinoises (-65%), indiennes (-53%), japonaises (Nikkei 225 :-43%), américaines (Standard and Poor 500 :-41%) ou encore d'Afrique du Sud (-27%). ”

comme pour les fonds de pension, ainsi que pour divers investisseurs finaux, comme les assureurs.

■ **Enfin, l'insuffisance des moyens de contrôle transnational** des activités boursières constitue le troisième et, sans doute, le plus visible des facteurs actuels de risque. Aux pôles traditionnels des bourses anglo-saxonnes, de l'Europe continentale, du Japon et des zones asiatiques, réunies ou non en entreprises de marché (de type Euro-next), se sont ajoutés les pays émergents, tels les BRIC¹ et les bourses à environnements islamiques. Les deux grands langages comptables transnationaux US GAAP et IFRS, éléments décisifs de la concertation globale en matière financière, doivent compter avec la rémanence de systèmes comptables nationaux bien viva-

ces comme en Grande-Bretagne, en France ou en Allemagne par exemple. Les superstructures, telles le Forum de stabilité financière, l'OICV ou l'IFA, ou encore l'International Valuation Standards Board (IVSB) constituent, aujourd'hui, encore davantage des ensembles en phase avec certains groupements politiques de type G7 ou G20, plutôt que des plateformes de concertation globale ; ces derniers réagissent de façon instantanée – et largement mimétique – à l'occasion des séismes économiques et financiers actuels. Depuis 2001, le Committee of European Securities Regulators (CESR) joue dans ce contexte un rôle très positif, appelé vraisemblablement à se développer de façon décisive dans les prochaines années, sur la base de nouvelles avancées de la gouvernance d'entreprise et de la science financière.

...Et un contexte de crise financière

L'année 2008 a connu la plus grave – mais non la première – des crises financières de l'après-guerre, ne laissant pas indemnes les concepts d'évaluation traditionnels. Ainsi, l'écroulement du CAC 40 de près de 43 % correspond à une évaporation de valeur financière d'un peu plus de 600 milliards d'euros pour les quarante principales sociétés cotées françaises, bouleversant la hiérarchie des capitalisations boursières. De ce point de vue, la bourse française se situe dans une “honnête” moyenne si on la compare aux marchés financiers des actions cotées russes (-67 %), chinoises (-65 %), indiennes (-53 %), japonaises (Nikkei 225 :-43 %), américaines (Standard and Poor 500 :-41 %) ou encore d'Afrique du Sud (-27 %). Cette perte de valeur considérable fait l'objet de débats qui sont loin d'être tranchés, non seulement sur le plan des “thérapeutiques” souhaitables, mais aussi de la pertinence des méthodes d'évaluation généralement acceptables... et peut-être trop facilement acceptées ! C'est dans cette actualité particulièrement instable – et dangereuse – que l'expertise indépendante est amenée à faire ses premiers pas en France, selon le nouveau contexte réglementaire.

1. Brésil, Russie, Inde et Chine.

■ DES PRINCIPES FRANÇAIS NOVATEURS ET AMBITIEUX

L'AMF s'est, en partie seulement, inspirée des exemples étrangers déjà existants avant de soumettre ses projets de réglementation pour l'expertise indépendante. C'est ainsi qu'aux États-Unis, le formalisme de l'expertise indépendante a suscité une abondante jurisprudence issue du cas "Van Gorkom / Transunion" devant la cour du Delaware en 1985. Les fourchettes d'évaluation fournies à l'occasion d'une expertise indépendante font assez souvent figure de réassurance au profit des mandataires sociaux nord-américains, qui acceptent, bon gré, mal gré, de payer la "cotisation" correspondante. Face aux nombreuses critiques, notamment d'origine académique, la NASD a émis récemment de nouvelles prescriptions (Rule 2290).

À l'inverse, en Grande-Bretagne, la doctrine du FSA en matière de conflits d'intérêts repose sur un concept beaucoup plus large, lui-même tributaire de la notion générale d'indépendance qui s'applique dans le contexte d'une gouvernance modernisée d'entreprise. Celle-ci a trouvé à s'appliquer au fonctionnement habituel des conseils d'administration (via notamment les *non executive directors*). La jurisprudence Maxwell avait, en son temps, joué un rôle considérable, amenant notamment à modifier profondément le Pension Act en 1995, en rétablissant le principe de répartition des pouvoirs, au sens large (*balance of power*).

Les orientations générales

Les orientations générales fournies par l'AMF (encadré 1) portent sur de nombreux aspects des pratiques souhaitables telles qu'elles doivent être désormais respectées par tout expert indépendant établissant une attestation d'équité. L'AMF a été amenée à préciser les modalités de l'évaluation multicritères en insistant notamment sur les déterminants de la valeur intrinsèque (flux de trésorerie ou de dividendes actualisés en fonction d'une prime de risque) et

1. Repères

■ Les recommandations de l'AMF

Le projet de l'AMF a pris la forme de vingt-cinq recommandations contenues dans le rapport de Jean-Michel Naulot du 13 avril 2005. Les consultations publiques ont eu lieu du 26 avril au 10 juin 2005 et ont conduit, notamment :

- à l'aménagement du RG (tome 2, livre 6) des articles 261 (nomination de l'expert indépendant), 262 (rapport de l'expert indépendant), 263 (association reconnue d'experts indépendants) ;
- à l'instruction du 25 juillet 2006 sur l'expertise indépendante ;
- à une recommandation détaillée du 28 septembre 2006 établie par la direction des émetteurs de l'AMF ;
- à diverses modifications apportées à cette première recommandation en date du 19 octobre 2006.

des méthodes analogiques (comparables boursiers et transactions récentes). Les références d'évaluation sont précisées : valeurs comptables des actifs, cours de bourse, opérations significatives en capital, cours-cible des analystes. S'il n'y a pas d'innovations particulières en matière de méthodologie, de nombreux points techniques sont précisés concernant notamment les taux d'actualisation à retenir, les échantillons de sociétés comparables ou encore les modalités de prévisions à fournir par les sociétés

“ Les évaluations réalisées par les experts indépendants devront être susceptibles de contrôle de qualité, tel que l'avait suggéré le rapport Naulot. ”

concernées. Les évaluations réalisées par les experts indépendants devront être susceptibles de contrôle de qualité, tel que l'avait suggéré le rapport Naulot (par des "comités d'attestation d'équité" dès lors qu'elles sont réalisées par des PSI – prestataires de services d'investissement). Pour permettre à des personnalités indépendantes de réaliser ce type d'expertise, des associations seront reconnues par l'AMF et devront disposer d'un code

de déontologie spécifique accessible au public. Ces experts indépendants devront disposer d'une assurance de responsabilité civile professionnelle et avoir accès à des bases de données financières internationales. Leur rémunération sera fixe et ne pourra en aucun cas dépendre de la nature de leurs conclusions. Enfin, ils disposeront d'un délai minimum de vingt jours pour effectuer leurs diligences. L'ensemble des travaux de l'expert indépendant sont réalisés, selon la recommandation de l'AMF, en appliquant certains principes de base : examen critique, transparence, cohérence et pertinence.

Les opérations concernées et la prévention des conflits d'intérêt

Selon la doctrine de l'AMF, l'expertise indépendante est requise en cas d'opérations de haut de bilan, telles que OPA, OPE, OPR, et concerne notamment les retraits définitifs de la cote. L'ensemble des dispositifs prévus se situe dans le contexte de la transposition de la récente directive OPA devenue loi du 31 mars 2006 en France ainsi que des retraits obligatoires déjà organisés par la loi du 23.12.1993. Ces dispositions doivent être interprétées à la lumière des recommandations de l'AMF visant les clôtures annuelles des comptes, d'une part, et de l'ensemble des processus – nationaux ou transnationaux – relatifs aux opérations publiques de marché, d'autre part.

Aujourd'hui, la prévention des conflits d'intérêts, via l'expertise indépendante, repose en France sur six cas stipulés par le RG de l'AMF (Art. 261-1) :

■ "lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 (encadré 2) du Code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre" ;

■ "lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance" ;

■ "lorsque l'actionnaire qui la contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce n'apporte pas ses titres à une offre publique de rachat lancée par la société sur ses propres titres" ;

■ “lorsqu’il existe une ou plusieurs opérations connexes à l’offre susceptibles d’avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l’offre publique concernée” ;

■ “lorsque l’offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l’égalité entre actionnaires ou les porteurs d’instruments financiers qui font l’objet de l’offre” ;

■ “lorsque l’acquisition de la société visée est rémunérée par des instruments financiers mentionnés au 1° du I de l’article L. 211-1 du Code monétaire et financier (encadré 3) donnant accès ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital et aux droits de vote de l’initiateur ou d’une société appartenant au groupe de l’initiateur, autres que des actions”.

Autres cas

Par ailleurs, le retrait obligatoire de la cote (article 261-2) impose à la société visée le recours à l’expertise indépendante, sous réserve des dispositions de l’article 237-16. Ce dernier article fait partie du chapitre 6 du livre 2 du RG AMF consacré au retrait obligatoire et précise les procédures à respecter en la matière, y compris en matière d’évaluation.

Enfin, tout émetteur (article 261-2) qui réalise une augmentation de capital réservée avec une décote par rapport au cours de bourse supérieure à la décote maximale autorisée en cas d’augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription et conférant à un actionnaire, agissant seul ou de concert au sens de l’article L. 233-10 du Code de commerce, le contrôle de l’émetteur au sens de l’article L. 233-3 dudit code, désigne un expert indépendant.

Il n’est pas superflu de noter que tout émetteur ou initiateur d’une offre publique d’acquisition peut, par ailleurs, désigner un expert indépendant (article 261-3).

Lorsque l’expertise indépendante est réalisée par un PSI, il va de soi que la directive Marché des instruments financiers (MIF) doit être prise en compte au regard de la prévention des conflits d’intérêt. Entrée en vigueur fin 2007, en France, à la suite de la publication des décrets et arrêté du 15 mai 2007 portant homologation des modifications du RG AMF, cette directive (articles 13 et 18 de la direc-

“ Les missions d’expertise indépendante sont conduites, le plus souvent, en fonction des paradigmes anciens érigés en conventions devenues rigides, mais simples d’application et d’interprétation. ”

tive cadre, et 21 à 25 de la directive d’application) vise à détecter, gérer et neutraliser les effets pervers des conflits d’intérêt en cas d’activités multiples des PSI via :

■ l’obligation d’information des clients concernés ;

■ la détection préventive à partir de critères objectifs ;

■ la tenue d’un registre des conflits d’intérêts pour les risques sensibles ;

■ la mise en œuvre d’une politique de gestion des conflits d’intérêt adaptée au cas particulier de chaque PSI.

La nomination des experts

Il n’existe donc pas aujourd’hui de définition juridique du conflit d’intérêt donnée a priori, du fait de l’expertise indépendante, mais plutôt une responsabilité de principe laissée aux mandataires sociaux des parties concernées, en vue de l’amélioration

de la gouvernance à l’occasion des principales opérations de haut de bilan susceptibles de provoquer un changement de contrôle actionnarial. Les mandataires sociaux sont invités à exercer pleinement leurs diligences en nommant l’expert indépendant le plus en amont possible, en veillant aux informations fournies et en validant le plan d’affaires établi par la direction. Les actionnaires et mandataires sociaux concernés sont principalement ceux de la société cible en cas d’OPA, OPE ou OPR, mais le principe général de l’égalité des actionnaires suppose que diverses parties prenantes telles que les salariés peuvent (doivent?) être également prises en compte dès lors qu’il s’agit d’actionnaires minoritaires, par exemple du fait de la détention d’actions par les FCPE. On ne saurait trop insister sur l’importance de la jurisprudence en cette matière fortement évolutive, dont le cadre général est appelé à se développer à la lumière des expériences vécues sur les divers marchés financiers mondiaux. En France, les travaux importants de Dominique Schmidt sur ce sujet fournissent de précieuses indications. Il est vraisemblable que le vaste domaine des “conventions réglementées” s’élargira à l’avenir, fournissant des bases dont l’objectivité devrait s’avérer de moins en moins contestable.

DES PRATIQUES RÉCENTES EN VOIE DE “NORMALISATION RÉGLEMENTAIRE”

Le contexte général de remise en cause des valeurs d’entreprise était sans doute inéluctable. Fin 2007, pour les seules sociétés du CAC 40, les *goodwills* cumulés dépassaient 500 milliards d’euros. Une étude d’Ernst and Young réalisée fin 2007 tendait à montrer que plus de 63 % de la valeur boursière des sociétés était représentée par des actifs immatériels, sur la base d’un échantillon de 101 entreprises européennes. La valeur combinée de l’immatériel de ces 101 sociétés représentait 3 500 milliards d’euros. Cependant, du fait

2. Code du Commerce

■ Le contrôle au sens de l’article L.233-3

L’article L.233-3 du Code commerce reconnaît le contrôle d’une société sur une autre dès lors que la première détient seule, ou du fait d’accord avec d’autres associés, ou encore pour des raisons de fait, la majorité des droits de vote dans les assemblées générales de la seconde. Le pouvoir de nomination des organes de direction ou de surveillance constitue un autre critère de contrôle. Enfin, la détention de 40% des droits de vote est suffisant des lors qu’aucun actionnaire ne détient une participation supérieure. Le contrôle conjoint suppose quant à lui une action de concert de plusieurs permettant de déterminer de fait les décisions d’assemblée générale. Il s’agit donc d’une approche très large de la notion de contrôle et qu’il conviendra de retenir pour les opérations publiques de marché.

des normes comptables internationales, 34 % seulement de ces actifs immatériels figuraient à leurs bilans. En pourcentage de la valeur globale de la société, la part de l'immatériel varie considérablement d'un secteur à l'autre (plus de 80 % pour le tabac, le luxe et l'alcool, les médias et loisirs,

“ Les méthodes d'évaluation constituent le cœur des diligences de l'expert, bien que l'AMF recommande d'expertiser les conditions financières, dans leur ensemble. ”

la pharmacie, mais 14 % seulement pour l'automobile). La prime de risque sur actions se situe aux environs de 10 % fin 2008. Quant à la volatilité, elle oscille à des niveaux exceptionnels au plan international, se situant entre 40 % et 75 % sur la plupart des marchés "actions". Enfin, les PER moyens en France sont de l'ordre de 8 sur résultats 2008 et 9 sur résultats 2009, pour un rendement immédiat des dividendes de l'ordre de 6 %. Ces divers paramètres de calcul, du fait même de leurs niveaux inhabituels, ne remettent pas nécessairement en cause les méthodologies traditionnelles d'évaluation... pas davantage que les valeurs propres à l'économie de la connaissance, à supposer qu'elles soient durables !

Des méthodes anciennes appelées à évoluer

Les recours théoriques aux mouvements browniens géométriques, à l'universalisation de la courbe de Gauss, ou à la (dis)continuité du temps apparaissent brutalement comme des hypothèses hardies, pour ne pas dire artificielles à l'égard de la vie réelle des opérateurs. La plupart de ces hypothèses sous-jacentes aux formules traditionnelles de calcul font aujourd'hui l'objet de débats qui ne sont plus seulement académiques. Force est de constater que les missions d'expertise indépendante sont conduites, le plus souvent, en fonction des paradigmes anciens érigés en conventions devenues rigides,

mais simples d'application et d'interprétation, bien que reposant sur un outillage mathématique apparemment complexe. Il est vraisemblable, dans ces conditions, que la nature même des missions soit appelée à évoluer pour tenir compte des comportements effectifs des opérateurs, lesquels ne sont pas réductibles à des modèles mathématiques fussent-ils stochastiques.

La fréquence des opérations de haut de bilan en 2007 et 2008

En 2007, sur 67 offres publiques ouvertes, 32 procédures simplifiées et 13 procédures normales formaient le plus gros contingent des opérations de marché affectant les hauts de bilan. Une dizaine d'offres publiques de retrait (obligatoires ou non) occupaient la seconde place et 9 opérations de garantie de cours avaient été réalisées dans le courant de la même année. Sur les 75 cas d'expertises indépendantes, 38 relevaient de l'existence de conflits d'intérêts (article 261.1 du RG de l'AMF). Certaines attestations d'équité (27) avaient, par ailleurs, pour fondement réglementaire la perspective d'un retrait obligatoire.

L'année 2008 a été marquée par un certain ralentissement des opérations

publiques de marché, en France, comme dans le monde. Les introductions en bourse elles-mêmes se sont fortement contractées, passant, d'une année à l'autre de 1979 à 745 sur les 11 premiers mois.

Les sommes levées se réduisent sur les mêmes périodes de 287 milliards à 95 milliards de dollars. Les principales opérations ont eu lieu en Chine, aux États-Unis, au Brésil, en Inde et en Arabie Saoudite. En France, certaines opérations majeures ont cependant donné lieu à expertise indépendante, telle que celle qui a abouti à la création de GDF-Suez et Suez Environnement. Opération emblématique pour le marché français, elle dépassait nettement en ampleur la dernière grande opération de retrait obligatoire des AGF à l'initiative d'Allianz.

Il est vraisemblable que, pour 2008, les expertises indépendantes consacrées aux retraits obligatoires soient plus fréquentes en raison même de l'attraction de ce type d'opération réalisable à des niveaux d'évaluation réduite dans l'intérêt des actionnaires majoritaires actuels. À ces arguments circonstanciels de marché s'ajoutent des considérations fiscales (régime de l'intégration fiscale organisant la compensation des résultats intragroupe, neutralisation des plus values de cession, des provisions pour dépréciation, des dividendes internes au groupe...) ou stratégiques (fusion, scission, apports, absorptions internes aux groupes...).

Les diligences des experts

Les diligences des experts paraissent avoir suivi fidèlement la structure des rapports, telle qu'elle est recommandée par l'AMF, et que l'on peut regrouper sous dix rubriques principales :

- conditions de nomination de l'expert par les mandataires sociaux des sociétés concernées ;
- attestation d'indépendance de l'expert au cas particulier de l'opération visée et des différentes parties prenantes impliquées ;
- rémunération de l'expert indépendant ;
- contexte de l'opération et présentation des sociétés ;
- valorisations établies par l'expert indépendant ;

3. Code monétaire et financier

■ Définition des instruments financiers

L'ordonnance du 13 juin 2008 a modifié la rédaction de l'article L.211-1 du Code monétaire et financier en répartissant les instruments financiers en cinq catégories :

- actions et autres titres transmissibles donnant accès au capital et aux droits de vote des sociétés ;
- les titres de créance (autres qu'effets de commerce et bons de caisse, mais y compris les droits sur fonds de titrisation) transmissibles ;

- les parts ou actions d'organismes de placements collectifs (de type OPCVM : Sicav, FCP) ;
- les instruments financiers à terme définis par la voie réglementaire ;
- ainsi que les divers instruments "équivalents" de droit étranger.

Le même article précise que les trois premières catégories sont émises par les personnes morales, les fonds commun de placement (y compris immobilier) et fonds commun de créances.

■ description et calendrier des diligences effectuées ;

■ méthodologie des approches retenue et non retenue ;

■ détails de calculs des valorisations analogiques et intrinsèques ;

■ analyse critique des évaluations des diverses banques conseils ;

■ attestation d'équité et conclusion générale avec référence aux effets de sensibilité.

Les méthodes d'évaluation constituent, bien évidemment, le cœur des diligences de l'expert, bien que l'AMF recommande d'expertiser les conditions financières, dans leur ensemble.

La méthode prédominante d'évaluation

Aujourd'hui comme hier, c'est la valeur intrinsèque reposant sur l'escompte de flux prévisionnels de trésorerie fournis par les sociétés concernées qui reste la méthode prédominante. Comme on le sait, cette approche pose le délicat problème de la fixation des taux d'actualisation pendant la période des prévisions (prime de risque incluse). Par ailleurs, la valeur finale à l'issue de cette période de prévisions et les taux de croissance sur longue durée sont des paramètres à la fois déterminants et largement subjectifs. Le relevé des consensus, notamment des analyses financiers, complète la seconde méthode dite de valorisation analogique. Si elle présente l'avantage de recueillir les points de vue d'analystes à un moment déterminé, cette méthode comporte l'inconvénient de reposer sur des attitudes souvent peu originales. Le "réflexe mimétique autoréférentiel", cher à André Orléan, ne manquera pas de se manifester – et de se renforcer – en situation de crise. À titre de complément d'information, il est ainsi recommandé par l'AMF de rechercher diverses références de valorisation, notamment par rapport à l'actif net réévalué ou du fait de transactions récentes et comparables.

Un nombre limité d'acteurs

Les expertises indépendantes sont réalisées par un nombre limité d'acteurs : PSI, cabinets de commissaires aux comptes, experts judiciai-

res, personnalités indépendantes. Aujourd'hui, deux associations seulement ont été reconnues par l'AMF : l'Andefi (Association nationale d'experts financiers indépendants) et l'Apei (Association professionnelle des experts indépendants). Il s'agit d'intervenants hautement spécialisés et disposant, dans la plupart des cas, d'une expérience approfondie des marchés financiers. Beaucoup des intervenants de l'expertise financière indépendante adhèrent à la SFEV (Société française des évaluateurs) dont il convient de saluer le rôle pionnier et fédérateur. Son président fondateur, Jean-François Rerolle, a fortement contribué à faire progresser l'expertise indépendante en France, tant dans ses méthodes que dans sa déontologie. Ces évolutions ne manqueront pas de se poursuivre sous la nouvelle présidence de Daniel Beaumont, sur la base d'une normalisation conforme aux ambitions de l'AMF.

Les analyses critiques à mener par les experts

D'une façon générale, les méthodes actuellement employées supposent une parfaite connaissance des normes comptables internationales, qu'elles soient de type IFRS ou US GAAP (encadré 4). Si la maîtrise de ces normes internationales s'impose à l'expert indépendant, elle concerne tout autant les mandatai-

“ Le recours à un label de qualité des experts indépendants n'est pas actuellement requis, et par conséquent sans effet sur une stimulation positive visant à l'excellence des travaux effectués. ”

res sociaux appelés à apprécier son travail, comme celui des banques conseils généralement effectué sur des bases influencées par l'intérêt des parties. L'analyse critique de la mise en œuvre de ces diverses nor-

4. Évaluation d'entreprise

■ Les normes comptables et leur interprétation

Les principales normes susceptibles de faire débat en matière d'évaluation, tant sur le plan de leur interprétation que des options auxquelles elles donnent lieu, sont les suivantes, pour les IFRS :
– IFRS 2 : paiement de la rémunération en actions (notamment *stock options*)
– IFRS 3 : principes et évaluations concernant les rapprochements de sociétés (fusions, scissions, APA,...)
– IFRS 8 : informations sectorielles et géographiques (selon deux

niveaux dépendants de l'analyse des risques et rentabilités relatives)
– IAS 19 : passifs sociaux (y compris retraite à prestations définies)
– IAS 36 : tests d'évaluation annuelle des flux issus d'unités de gestion de trésorerie (UGT)
– IAS 37 : provision pour passifs éventuels (environnementaux, judiciaires,...)
– IAS 38 : immobilisations incorporelles (y compris *survaleur* ou *goodwill*)
– IAS 39 : juste valeur des instruments financiers (et ses aménagements de "crise").

mes, tant pour les comptes antérieurs que pour les prévisions, constitue une partie essentielle des travaux de l'expert et une matière à coopération avec mandataires sociaux concernés (via le comité d'audit, notamment). Cet aspect spécifique des diligences est pourtant rarement mentionné dans les rapports.

De même, l'analyse critique par l'expert, des travaux des banques d'affaires semblent s'effectuer principalement de façon verbale. Il n'est pas non plus inutile d'observer aujourd'hui que les rapports d'expertise ne font pas référence à un dossier de travail structuré permettant un contrôle factuel – et *a posteriori* – des données utilisées dans le rapport. Selon son approche actuelle privilégiant le contrôle *a posteriori*, l'AMF doit cependant être en mesure de demander des compléments d'informations justificatives, les associations d'experts indépendants étant chargées de l'archivage "des documents et rapports d'experts pendant au moins cinq ans" (RG article 263-3).

Enfin, le recours à un label de qualité des experts indépendants n'est pas actuellement requis et, par conséquent, sans effet sur une stimulation positive visant à l'excellence des tra-

5. Rénovation des méthodes d'évaluation

■ Les tendances actuelles

Sans prétendre être exhaustif, des méthodologies d'évaluation nouvelles se développeront dans les principales directions suivantes :

- prise en compte plus spécifique des effets cycliques de croissance et de résultats en termes réels par type d'activité et zone géographique, selon les concepts développés par le professeur Robert Schiller (CAPE – Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio),
- référence à la finance comportementale prenant en

considération les motivations, réactions et les divers niveaux de rationalité des multiples catégories d'opérateurs de marché, par référence aux performances attendues et risques acceptés,

- attention particulière aux objectifs de gestion des différents détenteurs de capitaux impliqués par les opérations, en fonction de leurs statuts et de leur approche stratégique sous les différentes formes de gestion actifs/passifs (ALM : Assets/Liabilities

Management) ou passifs/actifs (LDM : Liabilities Driven Management),

- utilisation des fractales à partir des travaux de Benoît Mandelbrot, en particulier pour les situations à risque échappant aux hypothèses théoriques de la finance non comportementale,
- revue explicite et validation, positive, négative ou partielle des hypothèses sous-jacentes en cas d'utilisation de modèles mathématiques élaborés (notamment de type Monte Carlo).

vaux effectués. Les objectifs ambitieux de l'AMF pour l'expertise indépendante, appréciation d'ensemble des conditions financières des opérations et contrôle *a posteriori* des diligences sont de nature à provoquer ces évolutions.

■ DES ENJEUX PRESSANTS ET UN AVENIR PROMETTEUR EN EUROPE

S'il paraît difficile d'espérer à court terme une coordination globale de l'expertise indépendante sur l'ensemble des places boursières, tel ne devrait pas être le cas au plan européen : le CESR dispose à la fois des ambitions et des moyens d'influencer le cours des choses dans le sens d'une meilleure transparence des marchés et d'une réelle équité au profit de toutes les parties prenantes concernées. La dernière directive MIF a d'ailleurs tout spécialement développé les recommandations concernant la prévention des conflits d'intérêt au sein des PSI. Il reste à définir des règles tout aussi pertinentes pour l'ensemble des experts indépendants. De ce point de vue, trois types d'orientation paraissent devoir être privilégiées :

- fonctionnement des experts

indépendants en réseaux de compétence ;

- rénovation des méthodes d'évaluation en situation de crise ;
- instauration de labels de qualité.

Le fonctionnement des experts indépendants en réseaux de compétence

Il est aujourd'hui impensable de demander à un expert indépendant, qu'il soit personne physique ou morale, de porter en moins de trois semaines une appréciation objective sur la valorisation de groupes transnationaux sans qu'il soit lui-même déjà spécialiste de ces activités ou de ces zones d'implantation. Au-delà des méthodes générales d'évaluation, des spécificités s'imposent pour chaque spécialité : assurance, banque, biotechnologies, chimie, grande distribution, énergie, nouvelles technologies, santé, sidérurgie... Ces mêmes activités ne comportent pas les mêmes niveaux de risques suivant leurs zones géographiques d'implantation et de répartition de leurs principales fonctions : recherche, approvisionnement, production, distribution. L'obligation de fonctionnement en réseau rend plus nécessaire encore l'indépendance de tous les intervenants au cas particulier de chaque opération et exige une adaptation du code de déontologie en conséquence. De ce point de vue, la

coordination des réseaux d'experts compétents et disponibles, en particulier si elle passe par les associations reconnues par l'AMF, exigera de nouvelles formes de coopération sur le plan des techniques d'évaluation et du secret professionnel. La préparation d'opérations de haut de bilan souvent (mais pas toujours...) engagée de longue date à partir d'objectifs stratégiques se concrétise par des opérations de marché rapides laissant peu de temps à l'expert indépendant pour se familiariser avec l'ensemble des dispositifs retenus. De ce point de vue, les banques d'affaires et les divers conseils disposent d'un atout essentiel de calendrier qu'il appartient à l'expertise indépendante de savoir relativiser en vue de l'équité par rapport à l'ensemble des parties prenantes.

Rénovation des méthodes d'évaluation en situation de crise

Il paraît difficile de ne pas mettre en cause les modalités traditionnelles d'évaluation reposant sur des concepts souvent anciens, certes faciles à adapter, mais susceptibles de bien des erreurs d'interprétation, en raison même de l'outillage mathématique qu'elles mettent en œuvre. Ainsi, un seul taux d'actualisation ne saurait refléter la réalité des risques des diverses activités concernées sur l'ensemble des continents. De même, le taux de croissance à long terme suppose une extrapolation particulièrement dangereuse en période de mutation économique. Aussi, les experts indépendants doivent s'attacher, dans tous les cas, à vérifier la "durabilité" du *business model* de chaque activité concernée dans un contexte de globalisation à risques élevés, non homogènes et dont les interdépendances sont matière à débat de fond. Le problème des synergies susceptibles d'être dégagées doit prioritairement attirer son attention en termes de calendrier, d'évaluation et d'imputabilité. L'expérience récente a révélé bien des déconvenues, mettant à jour des motivations de certaines parties prenantes largement étrangères aux seules considérations économiques issues de l'*affectio societatis*. Il paraît vraisemblable que cer-

taines méthodologies d'évaluation se développeront au cours des années à venir (encadré 5).

Instauration de labels de qualité

Enfin, comme tout autre intervenant légitime sur les opérations du marché financier, les experts indépendants devraient être soumis à des labels de qualité exigeants et de mieux en mieux formalisés. Les codes de déontologie des associations et les comités d'attestation d'équité des PSI en constituent les prémisses. Pour les experts indépendants personnes physiques, l'équivalent des comités d'attestation d'équité pourrait prendre la forme d'une revue indépendante réalisée au sein de l'association et sous la responsabilité de ses instances dirigeantes, avec accès possible de l'AMF au contenu de la revue. Enfin, pour tous les experts, qu'ils soient personnes physiques ou morales, l'existence d'un dossier référencé et structuré, susceptible d'être contrôlé de l'extérieur et *a posteriori*, constituerait une garantie de qualité du rapport et de l'attestation d'équité elle-même.

■ POUR UNE APPROCHE EUROPÉENNE EN TERMES DE BEST PRACTICES

La notion de conflit d'intérêt repose sur des concepts de droit publics de mieux en mieux établis dans la plupart des pays européens, par exemple en matière de santé ou de marché passé par les États ou les collectivités locales. En matière privée, et *a fortiori* financière, cette notion pourtant si importante reste encore en gestation au plan strictement juridique.

Un concept européen pour définir le conflit d'intérêt

Plutôt que de considérer l'état actuel de la situation comme un inconvénient, il convient d'y voir l'opportunité de développer, à partir des instances européennes, un concept élargi s'appliquant aux principales parties prenantes des entreprises concernées. Sans s'arrêter au forma-

lisme nord-américain nourrissant une jurisprudence croissante ou encore au concept (trop ?) généraliste britannique, la voie reste ouverte pour la mise en place de pratiques efficaces s'imposant aux mandataires sociaux des groupes européens, et pourquoi pas, si les circonstances s'y prêtent, mondiaux ? À partir d'avancées déjà reconues et appréciées par la plupart des intervenants des marchés financiers, le CESR pourrait être le pilote naturel de ces nouveaux développements qui devront faire l'objet, non seulement d'une coordination précise, mais aussi de remises en cause fréquentes des "meilleures" pratiques. Comme dans toutes les disciplines "libérales" soumises à déontologie et susceptibles de donner lieu à contentieux, ces "meilleures pratiques" devraient correspondre aux "données acquises" de leur science, telles qu'elles sont progressivement enseignées et maîtrisées, et non aux "données actuelles" résultant elles-mêmes du dernier état de la recherche. Il nous faut en effet reconnaître aujourd'hui que les données considérées comme "acquises" en matière de technique d'évaluation se sont stratifiées et font référence à des recherches dont les publications sont déjà trentenaires (Fama, 1970 ; Black-Sholes, 1972), si ce n'est quinquagénaires (Markowitz, 1952 ; Modigliani-Miller, 1958...). Les premières recherches de Benoît Mandelbrot remontant elles-mêmes aux années 1960 (*The Variation of Some Other Speculative Prices*, *Journal of Business*, 1963 et 1967), cet effet étonnant d'hysteresis met en cause les modalités d'enseignement et de vulgarisation de la science financière, voire la gouvernance des business schools, par rapport aux évolutions avérées de la recherche.

Généraliser l'exigence de l'expertise indépendante

Aujourd'hui, et en particulier en France et en Europe, l'expertise indépendante s'applique principalement aux sociétés cibles à l'occasion de certaines opérations spécifiques de haut de bilan. Il serait sans doute plus judicieux de généraliser l'exigence de l'expertise indépendante auprès de toutes les sociétés concernées et de leurs principales parties prenantes.

On comprend cette urgence pour des opérations de type OPE reposant sur l'homogénéité des parités. En termes de gouvernance, l'expertise indépendante est pourtant aussi justifiée pour l'initiateur que pour la cible. Par ailleurs, la remise en cause de certains paradigmes d'évaluation tels que les taux d'actualisation constants et la valeur terminale, le rythme de croissance à l'infini ou encore les espoirs de synergies, s'imposent aux parties prenantes pour éviter le réflexe de facilité que représente toute tentative d'extrapolation à long terme. Outre la finance comportementale, ces pratiques ne prennent pas assez en compte l'essentiel de la création potentielle de valeur, à savoir créativité et flexibilité des entreprises et de leurs dirigeants face à des événements imprévus. Cette exigence est d'autant

“ Le recours à un label de qualité des experts indépendants n'est pas actuellement requis, et par conséquent sans effet sur une stimulation positive visant à l'excellence des travaux effectués. ”

plus requise que les situations de crise se multiplient et peuvent difficilement être mises en équation, pas plus que l'innovation fixant par là même les limites de tout exercice d'évaluation, même indépendante.

Sous réserve d'évolutions de marchés particulièrement aléatoires, il serait opportun d'étendre l'expertise indépendante, selon de nouvelles normes à définir au plan européen, à certaines opérations de capital-risque (de type LBO, notamment). Il est en effet vraisemblable que les difficultés d'évaluation exigeront dans ce domaine hautement vulnérable de nouvelles compétences assorties d'un regard neuf... et réellement indépendant ! ■

Références bibliographiques

- AFTALION FLORIN : Le MEDAF après 40 ans, Banque et Marchés nov. et déc. 2004
- AMF : Règlement général-Rapports annuels : 2006 et 2007- Recommandation du 25 sept. 2006- Instruction du 25 juil. 2006 sur l'expertise indépendante ; Revue mensuelle ; programme de travail en matière de régulation financière 2007-2008
- BANQUE DE FRANCE : Valorisation et stabilité financière- Revue de stabilité financière, oct. 2008 ; Liquidité- Revue de stabilité financière Fév. 2008 ; Hedge funds- Revue de stabilité financière Avr. 2007
- BECK U. : World risk society-polity press 1999; Macht und Gegenmacht im globalen Zeitalter- Suhrkamp Verlag 2002
- BERNICKE CH. : Werpapiervermögens verwaltung-Mohr-Siebeck 2006
- BEAUFORT DE V. : One share-one vote, le nouveau Saint Graal, WP ESSEC 2008
- CAE : Rapport sur la consolidation mondiale des bourses
- CEDDAHA F. : Fusions-acquisitions-Economica 2ème éd. 2008
- CESR : Consultation paper-Fair value measurement and related disclosures of financial instruments in illiquid markets, July 2008; Annual reports 2006-2007; statement on the reclassification of financial instruments and other related issues-Jan. 2009
- CHARLETY-LEPERS P. : Le temps et la valeur des entreprises: le cas des offres publiques-Problèmes économiques avr. 2005 N°2850
- CLARK J.L. : European pensions and global finance-OUP 2003
- COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES : Normes professionnelles et code de déontologie -Ed. 2002 (avant homologation des normes d'audit ISA par H3C)
- COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J. : Valuation, measuring and managing the value of companies-Wiley 2000
- DARREN J.K., JUN QJ QUIAN, WEIHONG SONG : Are fairness opinion fair? WP 17 déc.2005
- DAVIDOFF ST.M. : Fairness opinion-WP 8 déc.2006 -American University Law Review
- DELOITTE CANADA : Reference guide to IFRS 2008- 2008
- DIRECTIVES : 2004/25 du 21 avr. 2004 concernant les offres publiques d'acquisition;2007/63 du 13 nov.2007 modifiant l'exigence de rapport d'expert indépendant ;
- DIRECTIVE MIF CONSOLIDÉE 2004/39 du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers modifiée par la directive2006/31/CE du Parlement européen et du Conseil du 5 avr. 2006
- FERNANDEZ P. :-Valuation methods and shareholder value creation Academic Press, San Diego -2002 110 common errors in company valuations- IESE WP Oct 2007;The equity premium in 100 textbooks- IESE WP 20 juin 2008
- IASB : Applying fair value in inactive markets-oct. 2008; IFRS 2008, A guide through IFRS 2008; to come : Financial instruments reporting and accounting-IASC publications
- LETTRE VERNIMMEN-QUIRY P. ET LEFUR Y. : Beta des capitaux propres, beta de l'endettement et beta de l'actif économique-N° 23,oct. et nov. 2003 ; quelques réflexions sur la crise financière N° 68,sept. 2008 ; Les récents développements du gouvernement d'entreprise N° 69,oct. 2008 ;La prime de risque à 10% ???-N°71 déc. 2008
- LOI DU 23 DÉC. 1993 sur les offres publiques de retrait
- LOI DU 31 MARS 2006 relative aux offres publiques d'acquisition
- MANDELBROT B. : Une approche fractale des marchés-Odile Jacob 2005
- MARCUS D. : Fighting over fairness opinion WP 27 mai 2005
- MERVILLE A.D. : Droit des marchés financiers -Eyrolles 2006
- OICV/IOSCO : Déclaration du comité technique sur l'élaboration et l'application des normes comptables-21 oct. 2008 ;Open letter to G20 Summit-11 oct. 2008
- ORLÉAN A. : Le pouvoir de la finance-Odile Jacob 1999 ; Pour une approche girardienne de l'homo oeconomicus -Cahiers de l'Herne 2008
- RAPPORT NAULOT SUR L'EXPERTISE INDÉPENDANTE -13 avril 2005
- POWER M. : La société de l'audit-La Découverte 2005 ; Organized uncertainty-OUP 2007
- REROLLE J.F. ET WALTER CH. : Création de valeur pour une réhabilitation de l'évaluation financière- Revue Banque N°705,septembre 2008
- REROLLE J.F. : De l'incertitude de la valeur à la valeur de l'incertitude-Sociétal, septembre 1999
- RICOL R. : Rapport sur la crise financière mondiale-5 oct. 2008
- SHILLER R. : Irrational exuberance-PUP 2000
- SCHMIDT D. : L'action de concert-Encyclopédie juridique Dalloz 2000 ; Le conflit dans la société anonyme (2ème éd.) Joly 2004
- SOLTRANI B. : Auditing, an international approach-Prentice Hall 2007
- VALIN G. (AVEC J.F. GAVANOU) : Gouvernance sociale et fonds de pension, Economica 2005;(avec JF Gavanou, C. Guttman et J. Levourc'h) : Controlor et auditor Dunod 2007 ; La concentration du secteur financier en Europe(avec P.H. Cassou)-Banque2001
- WALTER CH. ET BRIAN E.: Critique de la valeur fondamentale-Springer 2007 ;Volatilité boursière : irrationalité des comportements ou clivage des esprits ?-Revue d'Economie Financière 29 avr. 2004
- ZADJENWEBER : l'économie des extrêmes-Flammarion 2000