

L'expertise indépendante face aux nouveaux risques de marché

Gérard Valin

Président de l'Andefi

■ Un concept ancien mais des pratiques nouvelles en France

L'expertise indépendante a obtenu sa reconnaissance officielle en France en 2006 ; elle était 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. Leur contribution concerne principalement la valorisation des entités concernées, en particulier à l'égard d'actionnaires minoritaires, selon conditions financières de chaque opération.

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 règlement général en la matière.

D'autre part, la valorisation effectuée par l'expert financier indépendant doit reposer sur des compétences et pratiques reconnues ; elle implique des connaissances spécifiques des zones géographiques, des environnements financiers et des activités spécialisées propres aux opérations concernées.

Enfin, l'expert indépendant fournit, au terme 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.

L'émergence récente de l'expertise indépendante en France et, plus généralement, en Europe, tient aujourd'hui à trois facteurs de risques globaux relevant des formes modernes de communication, de la variété des mandats de gestion liés à des stratégies d'investissement spécifiques, ainsi que de l'insuffisance des moyens de contrôle transnationaux, dans le contexte actuel de crise généralisée sur un plan économique et financier.

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 Medaf et ses successeurs plus élaborés. Sur un plan juridique et pénal, les défauts d'information peuvent prendre la forme de délits d'initié 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, Ormane, stock-options, bons de souscription d'actions, etc. 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'investissement 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 islamique, 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, comme par

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

Enfin, l'insuffisance des moyens de contrôle transnationaux 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 Euronext), se sont ajoutés les pays émergents, tels les BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) 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 vivaces 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'IVSB (*International Valuation Standards Board*) constituent, aujourd'hui encore, davantage des ensembles en phase avec certains groupements politiques de type G7 ou G20, plutôt que des plates-formes de concertation globale ; ces derniers réagissent de façon instantanée – et largement mimétique – à l'occasion des séismes économiques et financiers actuels. Depuis 2001, le CESR (Committee of European Securities Regulators) 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.

■ Des principes français ambitieux soumis à l'épreuve des faits

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 fournies par l'AMF portent sur de nombreux

aspects des pratiques souhaitables telles qu'elles doivent être désormais respectées par tout expert indépendant établissant une attestation d'équité. C'est ainsi que l'AMF a été amenée à préciser les modalités de l'évaluation multicritère en insistant notamment sur les déterminants de la valeur intrinsèque (flux de trésorerie ou de dividendes actualisés en fonction d'une prime de risque) d'une part, et des méthodes analogiques (comparables boursiers et transactions récentes) d'autre part. 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 concernées. Les évaluations réalisées par les experts indépendants devront être susceptibles de contrôle de qualité, comme 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.

Selon la doctrine actuelle 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 décembre 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 règlement général de l'AMF (art. 261-1).

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 : les actions et autres titres transmissibles donnant accès au capital et aux droits de vote des sociétés ; les divers 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 communs de placement (y compris immobiliers) et fonds communs de créances.

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 MIF (marché des instruments financiers) doit être prise en compte au regard de la prévention des conflits d'intérêts. Entrée en vigueur fin 2007, en France, à la suite de la publication des décrets et de l'arrêté du 15 mai 2007 portant homologation des modifications du règlement général AMF, cette directive (articles 13 et 18 de la directive cadre, et 21 à 25 de la directive d'application) vise à détecter, gérer et neutraliser les effets pervers des conflits d'intérêts 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 ;
- et, d'une façon générale, la mise en œuvre d'une politique de gestion des conflits d'intérêts adaptée au cas particulier de chaque PSI.

Il n'existe donc pas aujourd'hui de définition juridique du conflit d'intérêts 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 en voie de « normalisation réglementaire »

Des pratiques récentes de l'expertise indépendante sont en voie de « normalisation réglementaire » en France sur la base de la perception traditionnelle des risques.

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 de Ernst & 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 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, 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 propre à l'économie de la connaissance, à supposer qu'elles soient durables ! 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.

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. 10 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 65 cas d'expertise indépendante, 38 relevaient de l'existence de conflits d'intérêts (article 261.1 du règlement général de l'AMF). 27 attestations d'équité 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 1 745 sur les onze 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 réduits 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 intragroupes, neutralisation des plus-values de cession, des provisions pour dépréciation, des dividendes internes au groupe, etc.) ou stratégiques (fusion, scission, apports, absorptions internes aux groupes, etc.).

Les diligences des experts paraissent avoir suivi fidèlement la structure des rapports, telle qu'elle est recommandée par l'AMF. 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. 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 analystes

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.

Les expertises indépendantes sont aujourd'hui réalisées par un nombre limité d'acteurs : PSI, cabinets de commissaires aux comptes, experts judiciaires, personnalités indépendantes. Seules deux associations 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 spécialistes 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-Florent Rérolle, 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 progressive et conforme aux ambitions de l'AMF.

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. Les principales normes susceptibles de faire débat, tant sur le plan de leur interprétation que des options auxquelles elles donnent lieu, sont le plus souvent de conception récente et encore peu stabilisées, voire non coordonnées entre IFRS et FASB.

Si la maîtrise de ces normes internationales s'impose à l'expert indépendant, elle concerne tout autant les mandataires 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 oeuvre de ces diverses normes, tant pour les comptes antérieurs que pour les prévisions, constitue une partie essentielle des travaux de l'expert et une matière à coopération avec les 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 semble 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 travaux 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.

■ Un avenir prometteur en Europe

Face aux nouveaux risques transnationaux, un avenir prometteur se dessine en Europe pour l'expertise indépendante, au service de multiples parties prenantes.

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 pour 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 Mifid a d'ailleurs tout spécialement développé les recommandations concernant la prévention des conflits d'intérêts 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 privilégiés : fonctionnement des experts indépendants en réseaux de compétence, rénovation des méthodes

d'évaluation en situation de crise, instauration de labels de qualité.

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 des activités ou des zones d'implantation concernées. Au-delà des méthodes générales d'évaluation, des spécificités s'imposent pour chaque domaine d'activité : 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.

Il paraît difficile aujourd'hui 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 oeuvre.

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-ils 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 leur 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 ».

Sans prétendre être exhaustif, il paraît vraisemblable que certaines méthodologies d'évaluation se développeront dans les principales directions suivantes, au cours des années à venir :

- 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 Pr Robert Shiller (Cape : *Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio*) ;

- référence à la finance comportementale prenant en considération les motivations, les réactions et les divers niveaux de rationalité des multiples catégories d'opérateurs de marché, par référence aux performances attendues et aux 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).

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* »

Ces « meilleures pratiques » pourraient être étendues et régulièrement actualisées en fonction des données « acquises » de la science financière en matière de risques.

La notion de conflit d'intérêts repose sur des concepts de droit public 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. 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 formalisme

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 reconnues 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 datent déjà d'il y a trente (Fama, 1970 ; Black-Sholes, 1972), si ce n'est cinquante ans (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'hystérésis 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.

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 intéressées. 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 justifiée aussi bien 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 tentation d'extrapolation à long terme. Outre les avancées de la finance comportementale, ces pratiques ne prennent pas assez en compte l'essentiel de la création potentielle de valeur, à savoir la créativité et la flexibilité des entreprises et de leurs dirigeants face à des événements imprévus. Cette exigence est d'autant 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 !

Bibliographie

AFTALION F., « 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.

BEAUFORT DE V., « One share-one vote, le nouveau Saint Graal », WP Essec, 2008.

BERNICKE CH., *Wertpapiervermögensverwaltung*, Mohr Siebeck, 2006.

BOURGUINAT H. ; BRYIS E., *L'arrogance de la finance*, La Découverte, 2009.

CAE, « Rapport sur la consolidation mondiale des Bourses ».

CEDDAHA F., *Fusions-acquisitions*, Economica, 2e éd., 2008.

- CESR, "Fair value measurement and related disclosures of financial instruments in illiquid markets", Consultation paper, juil. 2008 ; Annual reports 2006-2007 ; Statement on the reclassification of financial instruments and other related issues, janv. 2009.
- CHARLETY-LEPERS P., « Le temps et la valeur des entreprises : le cas des offres publiques, *Problèmes économiques*, avr. 2005.
- DARREN J. K. ; JUN QJ QIAN ; Weihong Song, "Are fairness opinions fair?", WP n° 17, déc. 2005.
- DAVIDOFF S. M., "Fairness opinions", *American University Law Review*, WP 8, déc. 2006.
- Deloitte Canada, Reference guide to IFRS 2008, 2008.
- 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.
- GIRAUD G. ; RENOARD C., *20 propositions pour réformer le capitalisme*, Flammarion, 2009.
- IASB, "Applying Fair Value in Inactive Markets", oct. 2008 ; IFRS, "A Guide Through IFRS", 2008 ; "Financial Instruments Reporting and Accounting", IASC Publications (à paraître).
- 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.
- NAULOT J.- M., Rapport sur l'expertise indépendante, 13 avr. 2005.
- 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.
- QUIRY P. ; LEFUR Y., « Beta des capitaux propres, beta de l'endettement et beta de l'actif économique », Lettre Vernimmen, n° 23, oct.-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.
- RÉROLLE J.- F. ; WALTER CH., « Création de valeur pour une réhabilitation de l'évaluation financière », *Revue Banque*, n° 705, septembre 2008.
- RÉROLLE J.- F. , « De l'incertitude de la valeur à la valeur de l'incertitude », Sociétal, septembre 1999.
- Schmidt D., « L'action de concert », Encyclopédie juridique Dalloz, 2000 ; *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme* (2e éd.), Joly, 2004.
- SHILLER R., "Irrational Exuberance", PUP 2000 ; "New Financial Order", PUP 2002 ; "The Subprime Solution", PUP 2008.
- VALIN G. (avec Gavanou J.- F.), *Gouvernance sociale et fonds de pension*, Economica, 2005 ; (avec Gavanou J.- F. ; Guttman C. ; Levour'h J.), *Controlor et auditor*, Dunod 2007 ; (avec Cassou P.- H.), « La concentration du secteur financier en Europe », *Revue Banque*, 2001.
- WALTER CH. ; BRIAN E., *Critique de la valeur fondamentale*, Springer, 2007 ; « Volatilité boursière : irrationalité des comportements ou clivage des esprits ? », *Revue d'économie financière*, 29 avr. 2008.
- Directives : 2004/25 du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition ; 2007/63 du 13 novembre 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 directive 2006/31/CE du Parlement européen et du Conseil du 5 avril 2006.
- Loi du 23 décembre 1993 sur les offres publiques de retrait.
- Loi du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition.