

# **OPA ET EXPERTISE INDEPENDANTE**

**Conférence IMA du 17 septembre 2008**

**Bertrand Durupt, AMF, Adjoint à la Direction des Emetteurs  
Arnaud Larrousse, Orrick Rambaud Martel, Associé**

# Introduction

## Le contexte européen de réglementation des marchés financiers

La France a transposé les directives du Plan d'action pour les services financiers

- Directive Abus de Marché du 3 décembre 2002

Les lois du 23 mai 2003 de sécurité financière, du 20 juillet 2005 et du 26 juillet 2005 dite « loi Breton » et le décret du 2 mars 2006

- Directive Prospectus du 4 novembre 2003

La loi du 26 juillet 2005 et l'arrêté du 1er septembre 2005

# Introduction (suite)

- Directive Offres Publiques d'Acquisition du 21 avril 2004  
La loi du 31 mars 2006 et l'arrêté du 18 septembre 2006
- Directive Marchés d'Instruments Financiers du 21 avril 2004  
L'ordonnance du 12 avril 2007, le décret du 15 mai 2007, les arrêtés du 15 mai 2007 et du 8 janvier 2008
- Directive Transparence du 15 décembre 2004  
La loi du 26 juillet 2005, la loi du 17 décembre 2007, les arrêtés du 4 janvier 2007 et du 18 mars 2008

> 2007 : première année pleine d'application des nouveaux régimes des offres publiques et de l'expertise indépendante

# Le déroulement de l'OPA : quels changements ?

- I. Dépôt du projet d'offre : note d'information de l'initiateur allégée et publication immédiate du projet d'offre
  - II. Décision de conformité : fusion des procédures de visa et de recevabilité
  - III. Le nouveau contenu de la note en réponse de la cible
  - IV. Clôture et résultat de l'offre
  - V. Un nouveau retrait obligatoire
  - VI. Renforcement de l'expertise indépendante
- > Le nouveau régime des offres publiques regroupe des mesures issues de la transposition de la Directive (nouveau retrait obligatoire, défense anti-OPA) ou directement de la loi dans d'autres domaines non couverts par la Directive (extension du retrait obligatoire au capital différé, dispositif anti-rumeurs)
  - > La réorganisation de la procédure d'offre présente quant à elle un caractère essentiellement réglementaire

# Le déroulement de l'OPA : quels changements ?

## I. Dépôt du projet d'offre

- Allègement du contenu de la note d'information de l'initiateur : le projet de note est recentré sur la description de l'offre (et la note en réponse de la cible sur la réponse à l'offre)
- Les autres informations sur les caractéristiques juridiques, financières et comptables de l'initiateur (et de la cible) ne sont plus insérées dans la note d'information

# Le déroulement de l'OPA : quels changements ?

## I. Dépôt du projet d'offre (suite)

- Offre cash / titre
- L'offre doit comporter une option en numéraire :
  - lorsque les titres remis en échange ne sont pas des titres liquides admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen,
  - lorsque l'initiateur, agissant seul ou de concert, a acquis en numéraire, au cours des douze mois précédant le dépôt du projet d'offre, des titres conférant plus de 5% du capital ou des droits de vote de la société visée.

# Le déroulement de l'OPA : quels changements ?

## II. Décision de conformité emportant visa

- Examen par l'AMF de la conformité du projet d'offre aux dispositions législatives et réglementaires qui sont applicables
- Contrôle du prix par l'AMF :
  - Maintien d'un contrôle spécifique du prix (ou de la parité d'échange) en cas d'offre concurrente ou de surenchère, de procédure simplifiée, d'offre publique obligatoire, de garantie de cours, d'offre de retrait et de retrait obligatoire
    - > « Objectivisation » du contrôle du prix par l'AMF (Prix plancher – Article 234-6 RG AMF)
  - Suppression du contrôle du prix en cas d'offre publique volontaire
    - > Article 231-21 RG AMF : l'AMF examine, « dans les cas prévus à l'article 261-1, les conditions financières de l'offre, au regard notamment du rapport de l'expert indépendant et de l'avis motivé du conseil d'administration »
- Lorsque le projet d'offre satisfait aux exigences, publication par l'AMF d'une déclaration de conformité motivée qui emporte visa de la note d'information

# III. Le nouveau contenu de la note en réponse

- l'avis motivé du conseil d'administration ou de l'organe compétent sur l'intérêt ou le risque que présente l'offre pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés ;
- les observations du comité d'entreprise de la cible, des délégués du personnel ou des membres du personnel selon le cas, si ces observations sont disponibles et si elles diffèrent de l'avis du conseil d'administration ;
- le rapport de l'expert indépendant, lorsqu'un expert indépendant est désigné en application de l'article 261-1 :
  - Médiatisation de l'expert / l'expert indépendant est plus « en risque » que dans le régime antérieur du fait de la mise à disposition immédiate de son rapport.
  - L'expert peut en conséquence être amené à modifier / compléter son rapport entre le dépôt du projet de note en réponse et la note visée par l'AMF

## IV. Clôture et résultat de l'offre

Si l'AMF constate que l'offre est sans suite :

l'entreprise de marché fait connaître la date à laquelle les titres présentés en réponse seront restitués aux teneurs de compte déposants

Si l'AMF constate que l'offre a une suite positive :

- > l'entreprise de marché fait connaître les conditions de règlement et de livraison des titres acquis par l'initiateur
- > **Le RG de l'AMF prévoit une réouverture automatique de l'offre publique (procédure normale)**

## V. Un nouveau retrait obligatoire

Possibilité de lancer un retrait obligatoire après tout type d'offre publique :

- « à l'issue de toute offre publique et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, et les détenteurs indemnisés »
- Lorsque l'initiateur se réserve dès l'origine cette faculté et que la cible doit nommer un expert indépendant, il convient alors que celui-ci rende une conclusion sur le caractère équitable à la fois du prix offert dans le cadre de l'offre publique et de l'indemnisation prévue dans le cadre du retrait obligatoire

Pas d'expertise indépendante requise dans le cadre d'une offre publique d'achat procédure normale ayant permis à l'initiateur de passer le seuil de 95 %

## V. Un nouveau retrait obligatoire (suite)

Contrepartie du retrait obligatoire :

- L'indemnisation est égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au résultat d'une évaluation
- Lorsque la première offre publique a eu lieu en tout ou partie sous forme d'échange de titres, l'indemnisation peut consister en un règlement en titres, à condition qu'un règlement en numéraire soit proposé à titre d'option, dans les conditions et selon les modalités fixées par le règlement général de l'AMF
- Extension du retrait obligatoire au « capital différé » (Océanes Marionnaud)

## VI. L'expertise indépendante

### A. Rappel du cadre réglementaire

- Les apports du rapport Naulot
- La réglementation de 2006 prise en compte dans le cadre de la réforme des offres publiques :  
une nouvelle répartition des rôles

# VI. L'expertise indépendante

## B. Les cas d'expertise indépendante

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

# VI. L'expertise indépendante

## C. Désignation de l'expert indépendant

### Banque conseil et expertise indépendante / Conflits d'intérêts

Incompatibilités entre expert indépendant et établissement présentateur d'une offre

L'expert est considéré comme étant dans une situation de conflit d'intérêts, notamment, lorsqu'il :

- Entretient des liens juridiques ou des liens en capital avec les sociétés concernées par l'offre publique ou l'opération, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance
- A procédé à une évaluation de la société visée par l'offre publique ou qui réalise l'opération au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation, sauf si l'évaluation menée dans ce délai intervient dans le cadre d'une mission qui constitue le prolongement de la précédente
- A conseillé l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation
- Détient un intérêt financier dans la réussite de l'offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter son indépendance

# VI. L'expertise indépendante

## C. Désignation de l'expert indépendant (suite)

### Intervention d'un deuxième expert

- L'expert indépendant, au sens du règlement général de l'AMF, intervient au bénéfice du conseil d'administration de la cible
- Dans certaines opérations, les administrateurs indépendants ont demandé qu'un deuxième expert intervienne spécifiquement pour eux
  - Ce deuxième expert assiste les administrateurs indépendants dans le « décryptage » de l'offre
  - Il peut fournir une opinion indépendante spécifique, qui n'est pas publiée dans la note en réponse de la société visée
  - En revanche, il est fait état des travaux de ce deuxième expert dans la note en réponse

# VI. L'expertise indépendante

## D. Nouveautés et difficultés particulières

Le fort développement des LBO portant sur des sociétés cotées (P to P) a placé les experts face à des problématiques particulières :

- La problématique de la remontée de certains actionnaires dans la structure de tête du LBO (évolution de la doctrine dite « Altédia »)
- La mise en oeuvre de plus en plus fréquente de la technique du « push down », visant à contourner la difficulté liée au seuil de l'intégration fiscale. Son incidence sur la valeur peut être très significative en pratique (impact d'un dividende exceptionnel et de sa perception par le marché), alors qu'elle est réputée être nulle sur le plan de la théorie financière
- Le risque de voir une opération secondaire sur la cible (par exemple : une « re-IPO ») intervenir quelques mois après l'opération, à des niveaux de prix supérieurs

# VI. L'expertise indépendante

## D. Nouveautés et difficultés particulières (suite)

### Acquisition de véhicules cotés (coquilles) et restructurations liées

- Le fort développement des SIIC et la nécessité, pour leur lancement, de disposer d'un véhicule coté sur un marché réglementé a provoqué une pénurie de « coquilles »
- Il en résulte des opérations complexes visant à transférer :
  - Le contrôle d'une société tête d'un petit groupe au sponsor de la SIIC
  - Les actifs / activités de ce groupe à l'ancien actionnaire majoritaire ayant transféré le contrôle

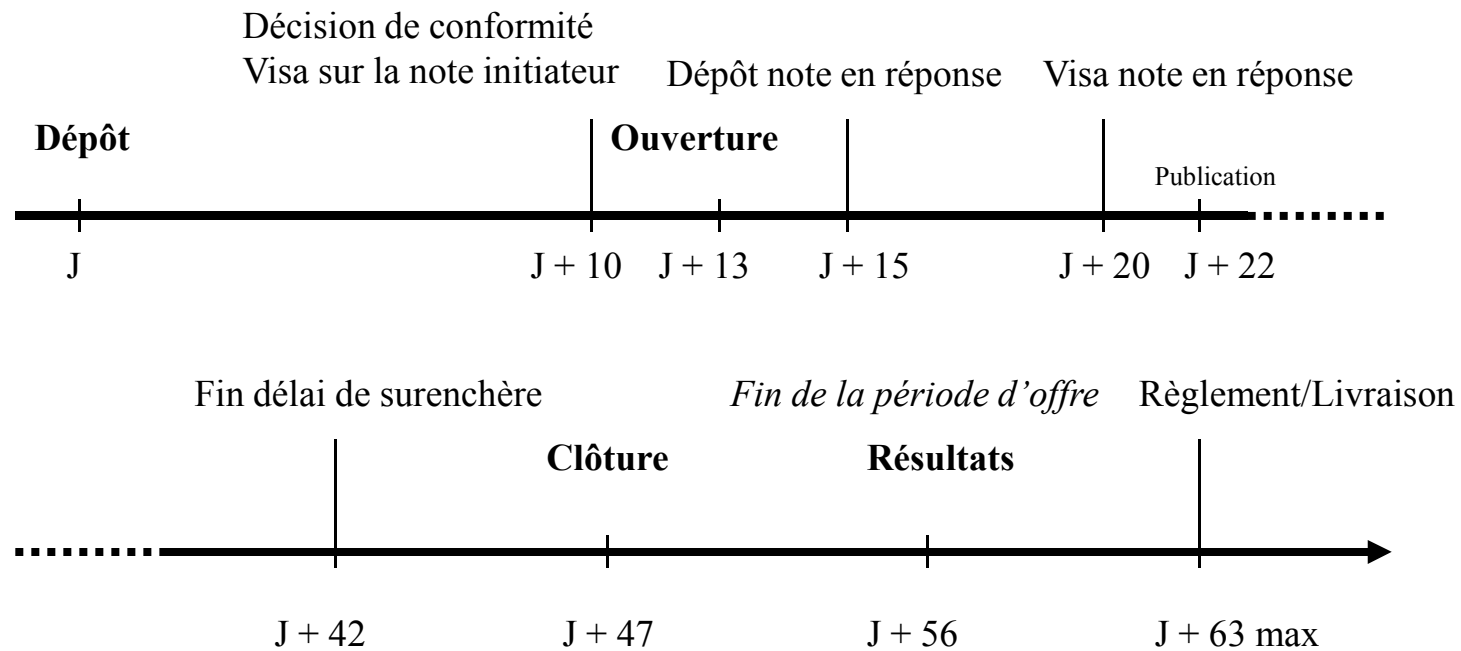
# Conclusion

- I. La responsabilité des dirigeants et les comités des administrateurs indépendants
- II. Le contrôle des travaux de l'expert / Organisation de la profession
- III. Evolutions du droit des offres (défense anti-OPA, période de pré-offre, panel)

# Calendrier d'une Offre

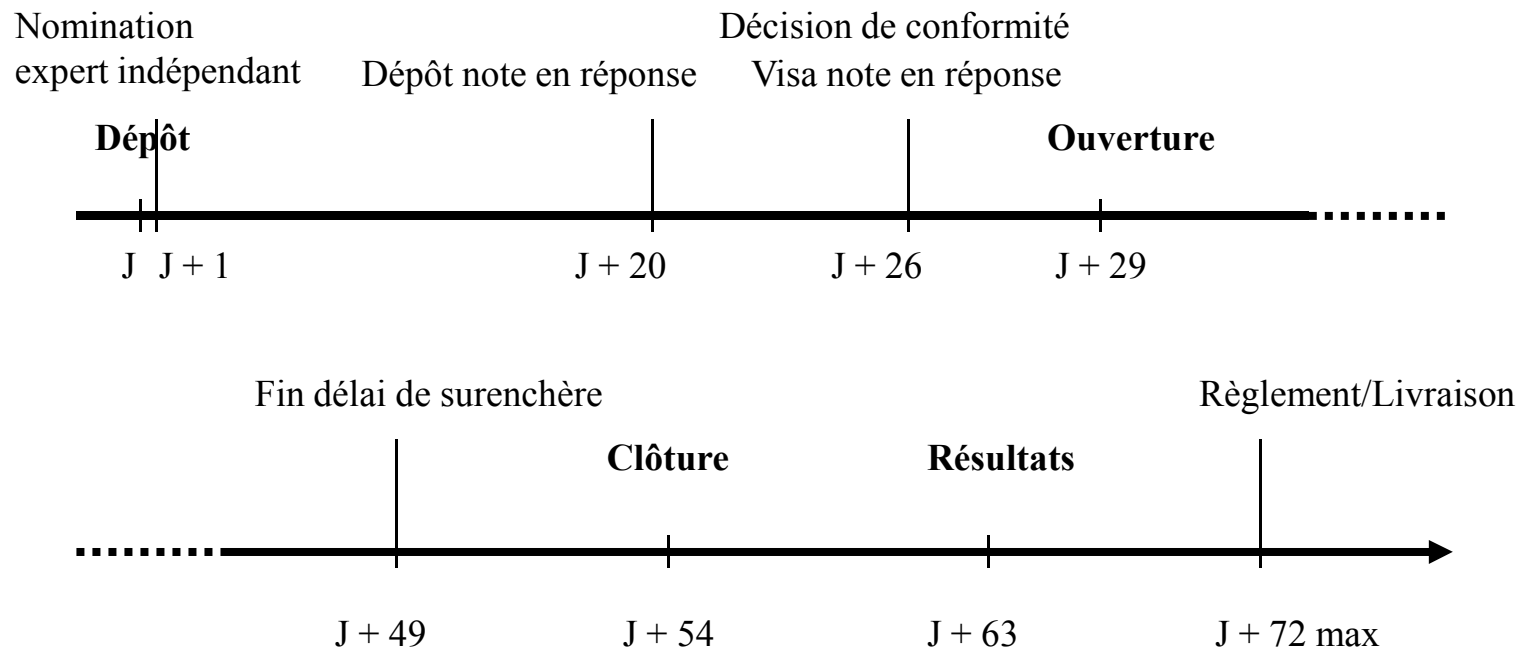
(Calendrier théorique : procédure normale)

*Début de la période d'offre*



# Calendrier d'une Offre

(en cas d'expertise indépendante)



# AVERTISSEMENT

Cette présentation ne constitue qu'un aperçu de la mise en oeuvre de la réglementation sur les offres publiques. Elle ne saurait prétendre couvrir toutes les situations auxquelles, en pratique, un repreneur ou un investisseur seraient susceptibles de faire face.

Une telle présentation ne peut en aucun cas se substituer à une consultation juridique spécifique.

Le contenu de cette présentation ne peut être utilisé, même à des fins pédagogiques, sans l'accord exprès et préalable de leurs auteurs.

# OPA et Expertise Indépendante

Conférence IMA le 17 septembre 2008

Conférenciers :

- **Bertrand Durupt, AMF, Adjoint à la Direction des Emetteurs**
- **Arnaud Larrousse, Orrick Rambaud Martel, Associé**

Support disponible sur le site

[www.ima-france.com](http://www.ima-france.com)