

Le Président

Monsieur Gérard RAMEIX
Président
Autorité des Marchés Financiers
17 place de la Bourse
75082 Paris cedex 02

Paris, le 19 mars 2015

Monsieur le Président

La SFAF a pris connaissance du Rapport sur les cessions d'actifs significatifs par des sociétés cotées et entend répondre à la consultation publique ouverte ce 19 février 2015 sur ce sujet. Elle note que cette consultation est, en premier lieu, d'ordre juridique. L'information financière des investisseurs et actionnaires semble, a priori, secondaire.

Le Rapport souhaite un renforcement du dispositif existant et qu'il soit adapté aux diverses situations. Les membres du groupe de travail en leur majorité ont soutenu qu'une approche de droit souple serait préférable à une modification législative de la répartition des compétences entre le Conseil d'administration (le conseil de surveillance) et l'Assemblée générale. La raison évoquée est celle des délais de convocation importants qui peuvent remettre en question une cession si des événements fortuits et graves survenaient au cours du processus de convocation d'une Assemblée générale. Un des risques notables est celui d'un gel momentané des décisions de l'organe dirigeant. Les probabilités de succès de telles opérations s'en trouveraient amoindries.

Privilégier le droit souple est la solution à l'instar du «*say on pay*», pratique instituée par le Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de l'AFEP et du MEDEF révisé en juin 2013. Non inscrite dans la Loi, toutes les entreprises appliquant le Code seraient tenues de suivre cette approche «appliquer ou expliquer». En application de ce principe, si une recommandation n'est pas appliquée, une explication compréhensible, pertinente et persuasive doit être donnée pour justifier la dérogation. La SFAF demande que l'émetteur s'engage quelle que soit la décision prise à la meilleure communication possible, gage du succès de l'opération à la suite de sa divulgation.

Liminaire

Au préalable, la SFAF rappelle que les propriétaires d'une entreprise devraient avoir le droit inaliénable de se prononcer sur toute opération qui modifie de manière significative sa substance, quand il s'agit de répondre à une offre publique sur leur entreprise, à la cession d'une

participation par un groupe d'actionnaires majoritaires, à toutes modifications substantielles de l'équipe de direction, à un projet de cession d'une part significative de l'actif ...

De telles opérations, notamment celles qui mettent en jeu les relations avec un groupe extérieur, doivent, a priori, être considérées du point de vue de l'effet positif attendu pour l'entreprise. Le premier juge initial de leur bien-fondé ne peut être que l'équipe dirigeante. Seule celle-ci est à même d'en apprécier les complémentarités industrielles, commerciales, technologiques, géographiques et même humaines lorsque deux cultures d'entreprises doivent se confronter.

Ce serait gravement méconnaître les contraintes concurrentielles qui s'imposent aux entreprises que d'envisager tout contrôle a priori de telles opérations. Le secret le plus absolu pendant la phase initiale de négociation est impératif (cf les conséquences négatives de la fuite intervenue dans l'opération de cession par Alstom de sa branche énergie).

Par ailleurs, il nous semble que la Direction générale et le Conseil d'Administration sont au cœur des problématiques de l'objet social de l'émetteur, l'actionnaire et l'investisseur ayant un tout autre rôle.

Ce n'est que dans un deuxième temps, lorsqu'un dossier crédible a été monté, qu'il devrait être soumis aux actionnaires. Les révisions de contrat voire l'abandon de certaines opérations sont toujours possibles après la communication publique. C'est le cas respectivement de Lafarge-Holcim, avec des révisions de parité donc de prix, et de Publicis Omnicom.

Un traitement différencié des actionnaires selon l'opération

La SFAF relève toutefois une inégalité de traitement selon le type d'opérations portant sur la structure bilancielle de l'entreprise.

Une cession d'actifs significatifs doit être comparée avec des situations similaires dans le résultat et l'esprit, même si le traitement réglementaire n'est pas le même. Comme situation similaire, on peut évoquer l'OPA, la scission d'une entreprise (spin off par exemple).

Dans le cadre d'une OPA, l'actionnaire qu'il soit minoritaire ou non est protégé du simple fait que le dossier est instruit par l'Autorité des Marchés Financiers et qu'une expertise indépendante est obligatoire. C'est du ressort des Assemblées générales extraordinaires.

Dans le cas d'une scission d'entreprise, de spin-off, la mise en distribution de nouveaux titres implique la nécessité de réunir une Assemblée générale et de réaliser un prospectus auprès de l'AMF. (GDF SUEZ - SUEZ Environnement peut servir d'exemple).

Dans le cadre d'une cession d'actifs significatifs, aucune règle n'existe. Or l'actionnaire se retrouve avec un titre dont les perspectives de valorisation peuvent être significativement modifiées et qui ne répond plus à la même stratégie d'investissement que l'actionnaire a pu avoir. La SFAF remarque que dans le Rapport, il est insuffisamment fait appel à une contre-expertise indépendante de la stratégie de l'entreprise et des actifs cédés. Elle pourrait être réalisée dans le champ de l'expertise financière telle que définie par le RG AMF.

La SFAF relève que, dans ce cas et pour les opérations de taille significative, seules la Direction Générale de la Concurrence de la Commission Européenne (DG COMP) et la Direction Générale de la Concurrence, de la Consommation et de la Répression des Fraudes (DGCCRF) pourraient être à même d'étudier l'opération de cession d'actifs significatifs sous un angle administratif de concurrence.

La SFAF remarque que l'investisseur ne reçoit, le plus souvent, aucune information détaillée sur la structure comptable de l'entreprise ni sur l'activité une fois l'actif cédé. La SFAF recommande que des informations financières plus complètes soient données au marché et aux actionnaires. Ainsi, les actionnaires et le marché devraient pouvoir recevoir un projet de compte pro-forma de l'entreprise après réalisation de la cession.

La SFAF recommande donc qu'une consultation de l'Assemblée générale soit réalisée avec information complète des actionnaires et du marché comprenant, outre le document du Conseil d'administration présentant les éléments d'appréciation de l'opération, une contre-expertise indépendante tant sur la stratégie de l'entreprise que sur l'évaluation des biens cédés, présentation d'un pro forma de la nouvelle structure et que soit réalisé un vote de résolution au vu de ses éléments.

La cession d'actifs par vagues successives peut aussi devenir significative. Ce sujet n'est pas traité dans le rapport.

Enfin, si la question se pose pour la cession d'actifs significatifs, on pourrait s'interroger sur l'opportunité de traiter de façon similaire une acquisition significative d'actifs quand elle ne passe pas par le marché.

Ceci exposé, la SFAF souhaite, pour ces raisons de gouvernance au sein des sociétés et aussi d'information financière, donner son point de vue.

Consultation publique portant sur le rapport du groupe de réflexion sur les cessions d'actifs significatifs

Le Collège a pris connaissance du rapport du groupe de réflexion et consulte jusqu'au 20 mars 2015 sur les propositions émises dans ce cadre et plus particulièrement sur les questions suivantes :

1. Faut-il ou non proposer l'adoption d'une disposition législative afin d'encadrer les cessions du principal des actifs :
 - par la voie du droit boursier ? Dans l'affirmative, à partir de quel seuil de cession et selon quelles modalités ? Pour mémoire, la proposition de loi déposée en juin 2014 visait en ce sens à imposer au cessionnaire du principal des actifs d'un émetteur coté de faire une offre publique sur les titres de cette société cédante ; ou
 - par la voie du droit des sociétés afin d'imposer une saisine de l'Assemblée générale des actionnaires sur toute cession du principal des actifs ?

La SFAF n'est pas favorable à l'adoption d'une disposition législative.

2. Approuvez-vous le choix du « droit souple » pour clarifier les conditions de cession du principal des actifs et donc le principe d'une recommandation prévoyant la saisine de l'Assemblée générale des actionnaires ? Dans l'affirmative, cette recommandation doit-elle émaner de l'AMF et/ou d'une disposition des codes de gouvernance ? Cette consultation de l'Assemblée générale doit-elle être appliquée aux sociétés de petite ou moyenne capitalisation ? Le vote exprimé par les actionnaires sur les cessions du principal des actifs doit-il avoir une portée consultative ou contraignante, ce qui conduirait à demander aux émetteurs de prévoir une condition contractuelle suspensive en ce sens ?

La SFAF est **favorable à l'adoption du droit souple** pour clarifier les conditions de cession du principal des actifs, et qu'une Assemblée générale soit réunie. Cette recommandation doit être insérée dans le code de gouvernance des entreprises, quelle que soit leur taille et qu'elles soient cotées ou non.

L'actionnaire-investisseur n'a pas la même stratégie ni la même connaissance que le dirigeant ou le Conseil, quoique cela soit tempérée dans une PME ou une ETI. L'actionnaire-investisseur doit recevoir les informations les plus complètes et objectives mais son vote ne doit pas être contraignant. Le Conseil et la Direction générale doivent ensuite prendre en compte le vote de l'assemblée générale, quitte à subir ensuite la sanction d'une prochaine Assemblée.

L'actionnaire a comme moyen d'expression celui de céder sa participation ou l'accroître. Pour cela, il doit recevoir une information la plus complète possible très rapidement après l'annonce officielle de l'opération. Il s'appuie pour cela sur les analystes financiers (sectoriel ou dédié à la valeur) qui interprètent les données transmises par l'émetteur.

Ainsi, l'analyste doit pouvoir **recevoir un historique** de la structure «déconsolidée», **connaître les données intragroupes**, les contributions de chacun des métiers à l'économie de l'émetteur **sur les trois dernières années**, aux marges et dividendes par exemple. Il doit pouvoir **recevoir un compte pro forma** de l'émetteur tenant compte de la cession des biens significatifs, afin qu'il fasse ses scénarii sur des bases les plus solides. Une information sur les perspectives de développement et la stratégie de l'entreprise dans son nouveau périmètre devrait également être fournie.

Il est donc impératif d'éclairer le plus largement possible les analystes et les actionnaires sur l'opération envisagée au moment où elle est annoncée. C'est le gage du succès d'une opération. Il ne faut pas oublier dans le cadre d'une transparence la plus complète toutes les informations, qui sont communiquées lors d'une fusion-acquisition, liées au succès ou à l'échec de l'opération (commission de succès du PDG de Fiat sur l'acquisition de Chrysler par exemple).

La SFAF estime que le Conseil et les administrateurs indépendants doivent être impliqués le plus tôt possible, bien avant la divulgation permettant leur témoignage et une appréciation des plus solides.

La SFAF estime qu'une société financière ou holding de participation ainsi qu'une société immobilière pourraient ne pas être soumises à une telle procédure puisque son objet social est de réaliser dans un temps plus ou moins long des cessions d'actifs. Toutefois, le rapport de gestion de ces sociétés devrait explicitement le rappeler chaque année.

Enfin, la SFAF préconise que la règle de proportionnalité soit instaurée pour les plus petites structures dont la Direction générale, le Conseil sont souvent représentatifs de l'Assemblée des actionnaires.

3. Approuvez-vous le seuil de déclenchement de 50 % des actifs cédés proposé pour la saisine de l'Assemblée générale ? Approuvez-vous le principe d'un seuil conditionné à l'atteinte de deux critères parmi quatre ? Les critères proposés par le groupe vous semblent-ils pertinents ? Souhaitez-vous proposer d'autres critères ?

Le seuil de 50 % paraît élevé et la SFAF estime qu'un seuil inférieur fixé à 30 % serait de loin préférable. Cette valeur doit être calculée selon les critères de valeur économique à côté de ceux basés sur la valeur comptable, pour tenir compte d'éléments non inscrits à l'actif.

La SFAF propose de tenir compte de plus de critères que les quatre proposés, notamment des éléments les plus simples qui font référence au poids économique, comme le chiffre d'affaires ou les effectifs. Un critère de résultat d'exploitation ou de cash-flow d'exploitation serait aussi pertinent. Il nous semble également utile que l'un des deux critères soit lié à la valorisation (prix de cession des actifs comparé à la capitalisation boursière par exemple).

La SFAF relève qu'il n'est pas fait allusion à une cession rampante sur 12 ou 18 mois d'actifs qui deviendraient, par le cumul, significatifs.

4. Le vote de l'Assemblée générale des actionnaires sur les cessions du principal des actifs doit-il avoir lieu dans les conditions de quorum et de majorité des Assemblées ordinaires ou extraordinaires ?

La SFAF estime que, pour un vote consultatif, il n'est pas nécessaire d'avoir des conditions de quorum et de majorité d'Assemblée générale extraordinaire. Ce ne serait pas le cas si le «droit souple» n'était pas retenu. Il serait nécessaire de se conformer au droit normal qui conduit à une Assemblée générale extraordinaire.

5. Approuvez-vous le projet formulé dans le rapport d'une recommandation prévoyant une information et une communication de la société à l'issue de la négociation sur le contexte et le déroulement de l'accord de cession conclu ? A quel moment cette information doit-elle être rendue publique ?

Il est important pour les sociétés cotées d'informer le marché et ses actionnaires de la façon la plus transparente possible avec un maximum de données. Une opération aussi importante ne peut réussir que si les premiers avis donnés par les analystes et investisseurs sont positifs car le marché et les actionnaires apprécient à leur juste valeur la qualité des informations données (cf point 2 ci-dessus). Le recours à une expertise indépendante n'est que fortuitement citée dans le rapport. La SFAF estime qu'il est essentiel qu'une telle analyse indépendante stratégique et financière soit réalisée.

6. Est-il opportun d'encadrer les acquisitions très importantes d'actifs, qui sont également susceptibles de modifier le profil de la société ? Dans l'affirmative, à partir de quel niveau d'acquisitions et selon quelles modalités : la convocation d'une Assemblée générale des

actionnaires ? Un renforcement de l'information financière ? L'application de bonnes pratiques aux organes de direction et de gestion ?

La SFAF regrette que seules les cessions soient évoquées dans le Rapport. Or les acquisitions significatives peuvent modifier totalement la stratégie, le développement d'une société. Un émetteur pourrait par de simples lignes de crédit se permettre de réaliser de telles opérations.

Le Conseil doit présenter un exposé circonstancié sur la nécessité stratégique de croître, l'opportunité, la méthode et le processus de sélection des cibles ainsi qu'une évaluation indépendante stratégique et financière de la cible et les conséquences sur la situation financière de l'émetteur. Les impacts éventuels d'une croissance et/ou d'une diversification significative sur la gouvernance et le management doivent être également présentés.

Je vous prie de croire, Monsieur le Président, en l'assurance de ma considération distinguée



Jean Baptiste BELLON