



Réponse de Proxinvest à la Consultation publique de l'AMF portant sur les cessions d'actifs significatifs¹

En mai 2014, à la suite des opérations SFR-Vivendi et Alstom, le Collège a validé la constitution par l'AMF d'un groupe de réflexion placé sous la responsabilité d'un membre du Collège, Christian Schricke, afin de conduire une réflexion sur l'opportunité de prévoir une procédure plus organisée pour les cessions d'actifs significatifs par une société cotée, dans la mesure où la réglementation actuelle n'appréhende pas globalement ce type d'opérations.

Proxinvest qui déplore, une fois de plus, que la composition des groupes de travail de l'AMF soit abusivement dominée par les représentants des émetteurs, leurs associations et leurs prestataires, présente ici sa réponse qui suit l'ordre des six points mentionnés dans le texte original de la consultation.

1. Proxinvest soutient l'adoption d'une disposition législative afin d'encadrer les cessions d'actifs significatifs, de préférence par la voie du droit des sociétés en imposant une saisine de l'assemblée générale des actionnaires sur toute cession des actifs à partir de la cession de 20% des actifs du groupe.

2. Le droit souple, qui ne relève d'ailleurs qu'accessoirement des services ou du collège de l'AMF, ne répond aujourd'hui que des seules officines qui édictent seules leurs codes d'émetteurs, comme l'AFEP-MEDEF, dont il conviendra de respecter la liberté.

Proxinvest n'approuve donc aucunement le choix du « droit souple » pour clarifier les conditions de cession du principal des actifs : il s'agit ici de protection de l'épargne du public et toute évasion de la responsabilité légale des émetteurs par l'adoption de solutions de « droit souple » semble devoir être évitée.

Il appartient donc au Collège de l'AMF d'adopter la meilleure recommandation au Gouvernement et au Législateur de nature à protéger épargnants et investisseurs sans aucunement gêner la conduite stratégique des groupes.

Dans le même objectif, la modification législative recommandée doit être applicable à toutes les sociétés cotées de petite, moyenne ou grande capitalisation.

Le vote exprimé par les actionnaires sur les cessions du principal des actifs doit être, de droit commun, de portée contraignante, ce qui conduira donc à demander aux émetteurs de prévoir une condition contractuelle suspensive en ce sens.

3. Proxinvest considère le seuil de déclenchement proposé de 50 % des actifs cédés pour la saisine de l'assemblée générale comme beaucoup trop élevé et par trop en retrait des exigences d'autres réglementations européennes. (Pour les sociétés du « premium listing » du London Stock Exchange il y a un vote de l'assemblée exigé à partir de 25% des actifs (cf. <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/LR/10/2> (Class 1 transactions) et <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/LR/10/5> (requirements for class 1 transactions))

¹ La consultation et le rapport du groupe de travail peuvent être consultés sur le site de l'Autorité des Marchés Financiers : http://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/0deef39c-7f8c-4913-a889-6817f3180b41_fr_1.2_rendition

Proxinvest désapprouve le principe d'un seuil conditionné à l'atteinte de deux critères parmi quatre. Cette application suggérée de seuils d'application constitue évidemment une voie d'exception au principe de responsabilité devant les actionnaires, il convient de s'y opposer. L'assemblée générale devrait être convoquée dès qu'un des critères est atteint.

En sus des quatre critères proposés (chiffre d'affaires, capitalisation boursière, total bilan, résultat courant avant impôt), **Proxinvest propose en sus d'insérer le critère des flux de trésorerie d'exploitation ainsi que les effectifs en équivalent temps plein (ETP)** de l'activité cédée par rapport aux effectifs du groupe.

4. Le vote de l'assemblée générale des actionnaires sur les cessions du principal des actifs doit pouvoir avoir lieu dans les **conditions de quorum et de majorité des assemblées générales extraordinaires**.

Dans la pratique, l'objet social est défini de manière tellement large et imprécise qu'il permet aux sociétés de faire quasiment n'importe toutes les activités. Les opérations de cession significatives modifient par définition profondément le profil de rentabilité et de risque de la société et correspondent souvent en pratique à une modification de fait de l'objet social, donc des statuts. Elles devraient donc relever de l'assemblée générale extraordinaire.

Le législateur devra veiller dans le texte de loi à ce que **tout actionnaire qui est contrepartie directe ou indirecte de la cession ne participe jamais au vote**, sur le même modèle de la gestion des conflits d'intérêts des parties liées que prévoit le code de commerce régissant les conventions réglementées. La non-participation au vote des parties intéressées pourrait s'inspirer de la règle LR11.1 du premium listing du London Stock Exchange : <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/LR/11/1>

5. L'information et la communication de la société aux actionnaires sur l'opération relève de la réglementation de l'information devant être portée rapidement à la connaissance des actionnaires.

Il est par ailleurs indispensable d'assurer une bonne information de l'assemblée générale, y compris des délais de mise à disposition d'une information intangible sur les conditions de l'opération suffisamment longs. On rappellera ici que la récente assemblée extraordinaire de consultation des actionnaires d'Alstom le 19 décembre a tourné en un vaste déni de démocratie, sinon à l'escroquerie, les conditions de l'opération de cession d'actifs à GE ayant été substantiellement modifiées la veille de l'assemblée générale, soit environ deux semaines après la prise de décision de vote des actionnaires étrangers. Cette modification de prix (coût de l'amende finalement non supporté par l'acquéreur General Electric) mal expliquée de plus de 6% de la valeur de l'opération serait de nature à justifier d'une annulation d'une telle assemblée générale, la plupart des actionnaires ayant voté Oui à 99,187% mais sur des bases erronées. Au Royaume Uni l'application de la règle LR 10.5.5 citée plus haut aurait fait repousser l'AG Alstom afin de permettre aux actionnaires d'analyser la nouvelle information financière.

6. Il nous semble enfin opportun d'**encadrer de façon symétrique les acquisitions significatives d'actifs**, qui sont également susceptibles de modifier le profil de la société de risque et de rentabilité de la société. Les règles britanniques ne font pas de distinction entre cessions et acquisitions significatives et soumettent justement tout changement significatif des activités d'un groupe coté au droit de contrôle des actionnaires en dernier ressort. Les mêmes seuils de matérialité devraient s'appliquer pour cessions et acquisitions, c'est-à-dire 20% selon Proxinvest.

Pour toute question relative à cette réponse de Proxinvest, merci de contacter Loïc Dessaint, Directeur Général, ou Pierre-Henri Leroy, Président de Proxinvest.

A propos de Proxinvest

Créée en 1995 par Pierre-Henri Leroy, Proxinvest est une société de conseil aux investisseurs sur leur politique d'engagement et d'exercice des droits de vote.

La mission de Proxinvest est d'analyser les pratiques de gouvernance d'entreprise et les résolutions proposées aux assemblées générales de sociétés cotées.

Proxinvest a été un pionnier dans la définition et la diffusion des pratiques de bonne gouvernance en France et est devenu un expert international reconnu dans ce domaine.

*Afin de fournir à ses clients la couverture européenne et l'expertise locale requises pour un exercice des droits de vote de qualité et un dialogue efficace, Proxinvest a fondé **Expert Corporate Governance Service** (ECGS Ltd) avec d'autres experts internationaux de l'analyse de la gouvernance et des assemblées générales. ECGS définit et partage des principes de gouvernance et de vote communs qui sont ensuite ajustés aux spécificités de chaque pays. Chaque partenaire ECGS est indépendant des sociétés étudiées, un spécialiste et un acteur engagé dans son pays. Chaque partenaire apporte aux autres et aux clients son expertise et sa surveillance des nouvelles normes et pratiques locales. Ainsi, Proxinvest et ECGS proposent aux investisseurs un service unique qui évite les méfaits d'une approche systématisée globale tout en offrant la couverture systématique de plus de 85% de la capitalisation boursière flottant des marchés développés européens.*

*Proxinvest est membre fondateur de l'**International Corporate Governance Network (ICGN)**, organisme rassemblant les grands investisseurs d'une cinquantaine de pays.*

Proxinvest est détenue de façon indépendante et agit exclusivement dans l'intérêt des investisseurs : Proxinvest ne fournit pas de services de consulting aux sociétés étudiées. Ainsi Proxinvest peut fournir à ses clients investisseurs une analyse de conviction, indépendante, robuste et engagée sur les sociétés dans lesquelles ses clients investissent.