

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 83

juin 2015

ALSTOM ET VIVENDI : L'AMF ET LES CESSIONS D'ACTIFS SIGNIFICATIFS

Les cessions réalisées par les groupes ALSTOM et VIVENDI au cours de l'année 2014, portant respectivement sur les activités Energie et sur SFR, ont relancé les débats sur les modes de protection des actionnaires minoritaires et sur la bonne gouvernance. En effet, les cessions d'actifs d'une société cotée ne sont pas soumises à un processus d'offre publique ; elles échappent donc aux lois du marché et ne sont pas encadrées par le droit boursier. Dans sa position-recommandation DOC-2015-05 relative aux cessions et acquisitions d'actifs significatifs (ci-après la « **Recommandation AMF** »), publiée le 18 juin 2015, l'AMF préconise le renforcement des mesures visant à encadrer de telles opérations. Seules sont traitées ci-après les cessions d'actifs significatifs.

SAISINE DE L'ASSEMBLEE GENERALE DES ACTIONNAIRES EN CAS DE CESSION D'AU MOINS 50% DES ACTIFS

L'AMF considère légitime et souhaitable de consulter l'assemblée générale des actionnaires préalablement à la cession effective des actifs, dès lors que ceux-ci représentent au moins 50% de ses actifs. Elle précise ainsi :

« L'AMF recommande de procéder à cette consultation dès lors qu'au moins deux ratios parmi les cinq suivants, généralement considérés comme pertinents, atteignent ou dépassent la moitié du montant consolidé calculé pour la société cédante en moyenne sur les deux exercices précédents :

- le chiffre d'affaires réalisé par le ou les actifs ou activités cédés rapporté au chiffre d'affaires consolidé ;
- le prix de cession du ou des actifs rapporté à la capitalisation boursière du groupe ;
- la valeur nette du ou des actifs cédés rapportée au total de bilan consolidé ;
- le résultat courant avant impôts généré par les actifs ou activités cédés rapporté au résultat courant consolidé avant impôt ;
- les effectifs salariés de l'activité cédée rapportés aux effectifs mondiaux du groupe. »

L'AMF préconise en outre que la consultation prenne par exemple la forme d'un vote sur une résolution présentée au vu d'un document du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou du directoire. Une société estimant ne pas devoir consulter l'assemblée générale devra ainsi expliquer les raisons pour lesquelles elle estime conforme à l'intérêt social d'écarter cette consultation.

LES GROUPES ALSTOM ET VIVENDI AURAIENT-ILS ETE CONCERNES PAR LES SEUILS DE 50% ?

En 2014, les cessions d'actifs significatifs réalisées par les groupes ALSTOM et VIVENDI ont été les suivantes :

- le 26 avril 2014, le Conseil d'administration de la société ALSTOM a reçu de GENERAL ELECTRIC (GE) une offre de rachat de ses activités Énergie (soit, pour l'essentiel, les activités logées dans les sociétés THERMAL POWER, RENEWABLE POWER et GRID). Le 20 juin 2014, le Conseil d'administration de la société a décidé de soutenir à l'unanimité cette offre qui valorisait les activités cédées à hauteur de 12,4 milliards d'euros.

- fin novembre 2014, la société VIVENDI a cédé sa filiale SFR, deuxième opérateur en télécommunications de France, à la société ALTICE-NUMERICABLE pour montant total de 17 milliards d'euros¹.

Le tableau figurant ci-après présente sous une forme synthétique le résultat de l'application des critères retenus par l'AMF pour la saisine de l'assemblée générale des actionnaires en cas de cession d'actifs significatifs :

n°	critère rempli (=1) sinon (=0)	VIVENDI	ALSTOM
1	Le chiffre d'affaires réalisé par le ou les actifs ou activités cédés rapporté au chiffre d'affaires consolidé	0	1
2	Le prix de cession du ou des actifs rapporté à la capitalisation boursière du groupe	1	1
3	La valeur nette du ou des actifs cédés rapportée au total de bilan consolidé	0	1
4	Le résultat courant avant impôts généré par les actifs ou activités cédés rapporté au résultat courant consolidé avant impôt	0	1
5	Les effectifs salariés de l'activité cédée rapportés aux effectifs mondiaux du groupe	0	1

La cession des activités Énergie du groupe ALSTOM, qui remplit les 5 critères, aurait probablement fait l'objet d'une consultation de l'assemblée générale des actionnaires.

De son côté, la cession réalisée par le groupe VIVENDI ne remplit qu'un seul critère, celui lié à la capitalisation boursière ; sa moyenne sur les 24 derniers mois ressort à 24,3 milliards d'euros pour un prix de cession de 17 milliards d'euros, ce qui permet de satisfaire au critère n° 2. Par contre, pour tous les autres critères, le seuil de 50% n'est pas atteint :

- concernant le critère n° 1, le chiffre d'affaires SFR 2013 ressort à 10,2 milliards d'euros pour un chiffre d'affaires consolidé moyen des années 2012 et 2013 de 22,4 milliards d'euros,
- concernant le critère n° 3, les actifs sectoriels SFR 2013 s'élèvent à 18,3 milliards d'euros pour un total des actifs VIVENDI moyen des années 2012 et 2013 de 54,4 milliards d'euros,
- concernant le critère n° 4, l'EBITA SFR 2013 ressort à 1,1 milliard d'euros pour un EBITA VIVENDI moyen des années 2012 et 2013 de 2,8 milliards d'euros, et
- concernant le critère n° 5, l'effectif de la société SFR s'élève à 9 432 personnes en 2013 pour un effectif VIVENDI moyen des années 2012 et 2013 de 40 199 personnes.

Ces résultats confirment que la Recommandation AMF relative à la consultation de l'assemblée générale des actionnaires risque de laisser en dehors de son champ d'application un nombre important d'opérations, dans la mesure où le seuil de 50% est assez élevé, *a fortiori* lorsqu'il s'agit de réunir au moins deux critères sur cinq.

UNE INFORMATION FINANCIERE RENFORCEE ET DES BONNES PRATIQUES DE GOUVERNANCE PRECONISEES

D'une façon plus générale (c'est-à-dire hors le cas visé plus haut d'une cession de plus de 50% des actifs), les sociétés cotées sont soumises à un certain nombre d'obligations en matière d'information financière et en particulier à une obligation d'information permanente sur tout fait ou opération constituant une information privilégiée (c'est-à-dire de nature à influencer le cours de bourse). Dans le cadre de cette obligation,

¹ Cession de 80% du capital le 27 novembre 2014 pour 13,2 milliards d'euros et du solde le 17 février 2015 pour un montant de 3,9 milliards d'euros.

« L'AMF recommande que l'information spécifique sur le contexte et la négociation de l'accord de cession d'actifs significatifs précise notamment :

1. le processus d'instruction de l'opération par les organes de la société et notamment les conditions dans lesquelles le conseil d'administration ou de surveillance s'est prononcé sur le projet de cession d'actifs : les procédures et éléments d'appréciation de nature à conforter l'objectivité et l'impartialité de l'examen de l'offre, tels que la nomination d'un comité d'administrateurs indépendants ainsi que sa composition, et les avis externes sur l'intérêt et la valorisation de l'opération (tels qu'un rapport d'expert indépendant, une attestation d'équité, les valorisations déterminées par les conseils financiers...) sur lesquels les organes de gestion et d'administration se sont fondés pour prendre leur décision ;
2. les critères quantitatifs et qualitatifs explicitant les raisons pour lesquelles l'offre a été retenue, et, dans l'hypothèse de plusieurs offres concurrentes, sollicitées ou non, les conditions dans lesquelles ces offres ont été appréciées et écartées, sous réserve des clauses de confidentialité. »

En outre, dans la mesure où une cession d'actifs significatifs est susceptible de modifier de façon substantielle le profil d'un groupe, l'AMF considère souhaitable que les représentants des organes de gouvernance apprécient l'intérêt stratégique de l'opération envisagée et s'assurent que sa mise en œuvre est réalisée dans le respect de l'intérêt de la société (bonne gestion des conflits d'intérêts, appréciation loyale des différentes offres de cession des actifs concernés, etc.). Ainsi,

« L'AMF recommande que le conseil d'administration ou de surveillance, la direction générale ou le directoire soient particulièrement attentifs :

1. aux moyens et procédures permettant d'identifier et d'encadrer d'éventuels conflits d'intérêts et de conforter l'objectivité et l'impartialité de l'examen de l'opération par les organes de gestion et d'administration, tels que la mise en place d'un comité ad hoc d'administrateurs indépendants, la sollicitation d'avis externes sur l'intérêt de l'opération, sa valorisation et les modalités envisagées (notamment un expert indépendant, une attestation d'équité, les valorisations faites par les conseils financiers, etc.), et l'assistance éventuelle de la direction générale ou du directoire, d'une part, et du conseil d'administration ou de surveillance, d'autre part, par des conseils financiers ou juridiques distincts.
2. à l'appréciation des éléments qu'ils estiment pertinents pour déterminer le processus et les modalités de la cession, et notamment :
 - ✓ le prix de cession ;
 - ✓ l'existence d'un processus de cession concurrentiel ou non ;
 - ✓ le cas échéant, le traitement des offres non sollicitées ;
 - ✓ les exigences tenant à la confidentialité du processus de cession ;
 - ✓ les circonstances et conséquences sociales et industrielles de l'opération ;
 - ✓ les conditions et modalités de réalisation exigées par le cessionnaire. »

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com