

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

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, Monsieur 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.

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 ?
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 ?
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 ?
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 ?
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 ?
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 ?

Les réponses à la consultation doivent être retournées au plus tard le 20 mars 2015 à l'adresse suivante : directiondelacommunication@amf-france.org.

Rapport sur les cessions d'actifs significatifs par des sociétés cotées

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	2
I. Le contexte	3
1. Le cadre normatif applicable.....	4
1.1 Le droit des sociétés laisse aux organes sociaux chargés de la gestion une grande discrétion.....	4
1.2 La « <i>soft law</i> »	6
1.3 Le droit boursier prévoit l'information du marché et un dispositif protecteur des actionnaires minoritaires mais dont le champ d'application est limité	7
1.3.1 L'information financière pesant sur la société cotée à l'occasion d'une opération significative	7
1.3.2 L'article 236-6 et le droit de l'AMF d'imposer une OPR en matière d'opération de fusion, de cession ou d'apport de la totalité ou du principal des actifs	7
1.3.3 L'absence de définition du « <i>principal des actifs</i> » et autres notions proches.....	8
1.4 Les règles soumettant à l'autorisation préalable de l'Etat certains investissements étrangers en France	8
2. La réglementation existante dans les autres Etats : la plupart offrent une souplesse comparable à la France, quelques-uns encadrent strictement les opérations.....	9
2.1 Les pays soumettant les cessions d'actifs des sociétés cotées à des règles contraignantes : le Royaume-Uni, Singapour, Hong-Kong et tout récemment l'Espagne	9
2.2. Les autres pays ne soumettent pas à des règles contraignantes les cessions d'actifs par des sociétés cotées : Etats-Unis, Allemagne, Belgique, Pays-Bas, Pologne	11
3. Les enjeux d'une réflexion sur ce thème	13
3.1 Mieux encadrer les conflits d'intérêts potentiels	13
3.2 Le respect de l'intérêt social	13
3.3 La protection des actionnaires	13
3.4 L'information du marché	14
II. Un renforcement du dispositif existant adapté à ces enjeux	15
1. Les solutions écartées par le groupe : un aménagement du droit boursier ou du droit des sociétés... ..	15
1.1 Le passage par une offre publique obligatoire : une solution inopportune	15
1.2 Une modification législative de la répartition des compétences du conseil et de l'AG trop contraignante.....	15
2. Les mesures proposées par le groupe	16
2.1 Un renforcement du droit souple en ce qui concerne la consultation de l'assemblée avant la cession du principal des actifs	16
2.1.1 La légitimité d'une consultation de l'assemblée dans l'hypothèse d'un changement substantiel de physionomie de l'activité.....	16
2.1.2 Les critères proposés pour apprécier si la cession porte sur le principal des actifs.....	16
2.1.3 Les modalités de la consultation de l'assemblée	17
2.1.4 Une consultation qui peut être légitimement écartée lorsque l'intérêt social le justifie.....	17
2.1.5 Les PME-ETI	18
2.1.6 La prise en compte de l'intervention de l'AG dans les décisions de l'AMF sur une éventuelle OPR par l'actionnaire de contrôle (236-6 du RG AMF)	18
2.2 Une transparence accrue à l'égard des actionnaires et du marché sur l'opération et le processus décisionnel.....	18
2.3 La promotion de bonnes pratiques permettant de démontrer la conformité d'une opération avec l'intérêt social	20
3. L'encadrement des acquisitions d'actifs significatifs	21
ANNEXE : COMPOSITION DU GROUPE DE REFLEXION	23

AVANT-PROPOS

A la demande du Collège, j'ai eu l'honneur de présider le groupe chargé de réfléchir à l'opportunité et aux modalités d'un renforcement de l'encadrement des opérations de cessions d'actifs significatifs par des sociétés cotées.

Ce groupe, composé de quinze professionnels d'expériences et de sensibilités diverses, a conclu à l'opportunité d'un renforcement de l'encadrement de telles opérations et formulé des propositions sur les mesures à prendre.

L'examen des situations réelles montre que si les cas de cession d'actifs significatifs par une société cotée sont fréquents, très rares sont ceux concernant le principal des actifs. Ce sont principalement ces derniers cas qui suscitent des débats sur les conditions de prise de décision de la société cédante. Or les cessions du principal des actifs se présentent dans des circonstances très variées, se prêtant mal à un encadrement par des règles de droit contraignantes, qui ne peuvent guère anticiper les cas dans lesquels il serait justifié de faire exception à leur mise en œuvre. Celles-ci pourraient ainsi entraver la souplesse de gestion indispensable pour permettre à nos sociétés cotées d'adapter rapidement leur stratégie à un environnement de plus en plus mouvant et se révéler contraires à l'intérêt de la société. La revue des règles en vigueur à l'étranger confirme cette analyse, puisque très peu nombreux sont les pays qui ont adopté des règles contraignantes en pareil cas.

Pour autant, le groupe estime que les règles et recommandations déjà applicables à de telles opérations mériteraient d'être complétées par des mesures relevant d'une approche de « droit souple », bien adaptée à la diversité des cas de figure.

Le groupe propose ainsi que les organisations professionnelles représentatives des entreprises incitent leurs membres, au travers des recommandations de leurs codes de gouvernement d'entreprise, à consulter l'assemblée générale des actionnaires préalablement à la cession d'actifs représentant le principal des actifs de la société. Même si le droit français des sociétés donne en principe compétence aux organes de direction et de gestion des sociétés anonymes pour décider de cessions d'actifs, la consultation de l'assemblée générale paraît légitime, dès lors qu'une telle cession aboutirait à un changement substantiel et inattendu du profil d'activité de la société, sauf si les circonstances et l'intérêt de la société justifiaient d'écarter une telle consultation, ce dont il appartiendrait au conseil d'administration ou de surveillance de s'expliquer de manière étayée et circonstanciée, conformément au principe bien établi « appliquer ou expliquer ».

Le groupe fait par ailleurs d'autres propositions concernant un périmètre plus large, celui des cessions d'actifs significatifs, sur lesquelles les sociétés cotées sont déjà soumises à des obligations d'information relevant du droit boursier. Le groupe invite ainsi l'AMF à recommander diverses mesures propres à renforcer l'information du marché sur les circonstances et les motifs ayant conduit la société à décider une cession d'actifs significatifs et à promouvoir de bonnes pratiques contribuant à démontrer que l'opération est bien conforme à l'intérêt de la société.

Toutes ces propositions s'appuient sur des pratiques souvent déjà mises en application par les sociétés cotées et visent à les préciser et les généraliser. Si elles sont suivies d'effet, le groupe est convaincu qu'elles contribueront à renforcer l'attractivité des sociétés cotées françaises en consolidant les bonnes pratiques de gouvernance, tout en préservant la flexibilité indispensable pour tenir compte de la diversité des situations et préserver la compétitivité des entreprises françaises dans un environnement économique moins prévisible que jamais.

Christian Schricke

I. LE CONTEXTE

La protection de l'épargne, mission première de l'AMF, repose notamment sur la bonne gouvernance des sociétés cotées et la qualité de l'information financière qu'elles diffusent. L'AMF s'est impliquée de façon croissante sur les questions de gouvernance d'entreprise et entend continuer à investir ces sujets dans les années à venir, comme l'a confirmé son plan stratégique 2013-2016.

L'année 2014 a été marquée par deux opérations de grande envergure (SFR-Vivendi, Alstom) qui ont réactivé les débats sur les modes de protection des actionnaires minoritaires et la bonne gouvernance, lors de négociations ou de l'instruction d'opérations structurantes, portant sur la cession de branches d'activités ou de filiales représentant une part significative des actifs de sociétés cotées sur un marché réglementé.

Les cessions d'actifs d'une société cotée ne sont en effet pas soumises à un processus d'offre publique – et aux principes fondamentaux qui les gouvernent, en particulier le libre jeu des offres et surenchères, la loyauté dans les transactions, la compétition, et l'intégrité du marché – et ne sont donc pas en principe encadrées par le droit boursier¹. Elles relèvent pour l'essentiel du droit des sociétés, qui laisse en France une très grande discrétion à la direction générale et au conseil d'administration ou au directoire et au conseil de surveillance.

Les enjeux d'un encadrement de ces transactions sont multiples : la nécessité d'une information financière fiable et, en temps utile, la prévention et la gestion des conflits d'intérêts potentiels, le respect de l'intérêt social, mais également la protection des actionnaires et leur capacité d'expression lorsqu'une société change radicalement de profil. Ces considérations doivent cependant être mises en balance avec la liberté de gestion reconnue au conseil qui conditionne la réactivité et la pérennité de l'entreprise.

Le président de l'AMF a considéré, dans le cadre d'un article publié dans Les Echos le 16 avril 2014, que la question principale posée « *est celle de savoir s'il ne conviendrait pas de prévoir une procédure plus organisée pour les cessions d'actifs importants non cotés par une entité cotée* » et a appelé de ses vœux la création d'un groupe de place dédié à cette problématique.

A ce titre, le Collège a décidé la constitution d'un groupe composé de membres de la commission consultative (CC) « Opérations et information financières des émetteurs » de l'AMF et de membres des commissions consultatives « Epargnants » et « Gestion et investisseurs institutionnels », auxquels ont été associés un membre de la commission des sanctions de l'AMF ainsi que des représentants des principales associations professionnelles d'émetteurs concernées² (cf. liste en annexe). Ce groupe a été placé sous la responsabilité du président de la commission consultative « Emetteurs » et membre du Collège, Monsieur Christian Schricke, afin de conduire une réflexion sur l'encadrement des cessions d'actifs significatifs. Le mandat du groupe a été par la suite étendu aux acquisitions d'actifs significatifs.

Le rapport a été réalisé à partir des discussions des membres. Le groupe de réflexion s'est réuni sept fois entre juin 2014 et janvier 2015. Plusieurs participants ont apporté des contributions sur diverses questions, afin de préparer et enrichir les débats du groupe et *in fine* le contenu du présent rapport.

Ces travaux ont été complétés par des auditions de différents acteurs de marché et notamment de ceux ayant procédé à des opérations de cessions d'actifs significatifs ou intervenant sur des transactions impliquant des PME-ETI, afin d'apprécier si les opérations réalisées par ces sociétés justifiaient un traitement particulier.

¹ A l'exception notable des règles applicables à la société cotée en matière d'information financière (i.e. obligation d'information permanente sur toute opération sensible susceptible d'exercer un effet sur le cours, y compris donc les opérations sur des filiales ou le principal des actifs).

² 10 membres de la « CC Emetteurs » ; un membre de la « CC Epargnants », un membre de la « CC Gestion et investisseurs institutionnels » ; un membre de la commission des sanctions ; des représentants des associations professionnelles AFEP et MEDEF.

Les travaux se sont organisés autour des thèmes suivants, développés dans le corps du rapport :

- l'opportunité de mieux encadrer les opérations de cessions d'actifs significatifs par une procédure spécifique ;
- les régimes existants dans les autres Etats ;
- l'importance des opérations susceptibles d'être visées : la nature des opérations et la notion d'actif « significatif » ;
- les objectifs à poursuivre ;
- les voies à privilégier, à la lumière de ces objectifs.

1. Le cadre normatif applicable

1.1 Le droit des sociétés laisse aux organes sociaux chargés de la gestion une grande discrétion

La cession d'un actif pose en droit la question de l'exercice des pouvoirs au sein des sociétés, lequel est dominé par deux principes majeurs : les principes de spécialité de la société et de hiérarchie des organes sociaux. On rappellera également que les décisions prises par les dirigeants qui ne respecteraient pas l'ordre public sociétaire, et notamment le respect de l'intérêt social sont susceptibles d'entraîner en principe la mise en cause de leur responsabilité.

Le principe de spécialité limite tout d'abord l'activité de la société à l'objet social déterminé par la loi et les statuts. Les pouvoirs des dirigeants (notamment celui de céder un actif) doivent ainsi être exercés dans la limite de l'objet social statutaire (C. com., art. L. 225-35, al. 1^{er})³. Le principe de spécialité signifie également que l'activité, l'organisation, le fonctionnement de la société sont limités par les dispositions d'ordre public prévues par la loi (soit la « *spécialité légale* ») : la société anonyme est à ce titre particulièrement hiérarchisée, en ce que la répartition des pouvoirs de chacun des organes sociaux (assemblée générale, conseil d'administration ou de surveillance, président du conseil, directeur général ou gérant) est précisément définie par la loi. À titre d'exemple, le directeur général (DG) ne doit pas empiéter sur les pouvoirs que la loi attribue expressément au conseil d'administration (C. com., art. L. 225-56, al. 1)⁴ ou aux assemblées d'actionnaires – AG (C. com., art. L. 225-96)⁵. **Le principe de la hiérarchie des organes découle ainsi de la spécialité légale de l'objet social**⁶.

Au cas particulier, la cession d'un actif (significatif ou non) constitue en principe un (simple) acte de gestion relevant de la compétence des organes de gestion c'est-à-dire du directeur général « *investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la société* » (C. com., art. L. 225-56, 1). Le DG n'est pas juridiquement tenu de soumettre *a priori* sa décision au conseil d'administration⁷ ou à l'AG, sauf à ce qu'il soit démontré que la cession d'un actif significatif reviendrait à modifier l'objet statutaire de la société : **la cession de tout ou partie des actifs de la société qui emporterait de facto une modification de l'objet social tel qu'inscrit dans les statuts** (qui relève nécessairement des statuts) **requerrait l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire (AGE)**. Dès lors, dans quel cas la cession d'un actif peut-elle être considérée comme modifiant les statuts et devant conduire à s'en remettre à l'assemblée des actionnaires ?

³ L'article L. 225-35, al. 1, du code de commerce dispose que « *le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent* ».

⁴ L'article L. 225-56, al. 1, du code de commerce dispose que « *1. - Le directeur général est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société. Il exerce ces pouvoirs dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux que la loi attribue expressément aux assemblées d'actionnaires et au conseil d'administration* ». De même que le directoire ne doit pas empiéter sur les pouvoirs du conseil de surveillance (C. com., art. L. 225-64, al. 1).

⁵ L'article L. 225-96 du code de commerce dispose notamment que « *l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions* ».

⁶ Au sens large du terme, la spécialité légale de l'objet social inclut le principe de la hiérarchie des organes. En effet, la méconnaissance de la répartition légale des pouvoirs entre les organes de la société remet en cause la validité ou l'efficacité de certains actes conformes à l'objet statutaire, mais contraires à cette répartition.

⁷ On relève néanmoins, dans la droite ligne des codes de gouvernement d'entreprise, que plusieurs grandes sociétés cotées intègrent dans leur règlement intérieur ou leurs statuts des limites à ces pouvoirs de gestion du directeur général et mettent en place des « seuils de matérialité » à partir desquels le conseil doit être associé aux décisions.

La réponse du juge est pragmatique : la nullité d'une cession opérée par un dirigeant est encourue **dans les seuls cas où l'objet social, tel que rédigé dans les statuts, est limité à l'exploitation du fonds ou de l'actif cédé**. On rappellera en sens inverse à titre d'illustration qu'un arrêt célèbre, cité par toute la doctrine, concerne la vente de l'unique fonds de commerce sur décision d'un dirigeant de la société, sans approbation préalable de l'AGE⁸ : la Cour de cassation a validé cette vente en retenant que l'objet statutaire était défini de manière suffisamment large et visait « *l'exploitation de toute maison de repos, l'achat, la création, la location, l'exploitation et l'aliénation de tous établissements de cette nature...* ». Ainsi, rien n'empêchait la société, avec le produit de la cession, de faire l'acquisition d'un nouvel établissement, de sorte que la cession du fonds de commerce entraînait dans l'objet social statutaire.

Une rédaction large de l'objet statutaire, comme c'est généralement le cas des sociétés cotées, limite dès lors très sérieusement les hypothèses dans lesquelles la décision de cession devrait être de plein droit soumise à l'approbation de l'assemblée.

S'agissant de l'éventuelle responsabilité civile des dirigeants à l'occasion d'une cession d'actif, il convient de rappeler que celle-ci ne pourrait être mise en œuvre que s'il est prouvé que le dirigeant a commis une faute séparable de l'exercice de ses fonctions ayant causé un préjudice à la société, aux associés ou à des tiers. Si l'on généralise les solutions posées par l'article 1850 du code civil⁹ et par les articles L. 223-22 et L. 225-251¹⁰ du code de commerce, les dirigeants répondent des manquements aux dispositions légales et réglementaires applicables aux sociétés, de la violation des statuts (par exemple une clause limitative de pouvoirs), enfin et surtout de leurs fautes de gestion. On relèvera toutefois que la mise en cause (par les actionnaires ou la société¹¹) de la responsabilité personnelle des dirigeants notamment pour faute de gestion demeure très encadrée par la jurisprudence.

Le critère de la faute de gestion réside logiquement dans l'atteinte portée à l'intérêt social : sera jugé fautif le comportement du dirigeant non conforme à l'intérêt de la société et « *lorsque le dirigeant commet intentionnellement une faute d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales* », selon la jurisprudence de la Cour de cassation¹². Ces fautes peuvent être multiples mais la jurisprudence exige des fautes d'une certaine gravité pour que la responsabilité du dirigeant soit engagée : il en va ainsi de la dissimulation d'informations sur la situation de l'entreprise à l'égard de l'assemblée générale, ou encore de décisions de gestion ou d'investissements « déraisonnables » effectuées en toute connaissance de cause. Ainsi, le régime de responsabilité civile des dirigeants ne protège-t-il les actionnaires en matière de cession du principal des actifs que dans des cas exceptionnels où les décisions seraient manifestement contraires à l'intérêt social.

En revanche, les actionnaires peuvent, sur le terrain de la gouvernance, sanctionner les erreurs commises par les dirigeants soit en mettant fin à leur mandat à l'occasion de chaque assemblée générale lorsque ces dirigeants sont désignés par l'AG, soit en mettant un terme au mandat des mandataires sociaux qui les ont désignés.

Ainsi, le droit des sociétés reconnaît aux dirigeants des sociétés par actions une grande latitude dans la gestion de la société même lorsque leurs décisions modifient substantiellement leur stratégie et le profil de la société.

⁸ Cass. com., 29 janv. 1979, n° 77-11.302.

⁹ Article 1850 du Code civil al. 1 : « *Chaque gérant est responsable individuellement envers la société et envers les tiers, soit des infractions aux lois et règlements, soit de la violation des statuts, soit des fautes commises dans sa gestion* ».

¹⁰ Article L223-22 du Code de commerce al. 1 : « *Les gérants sont responsables, individuellement ou solidairement, selon le cas, envers la société ou envers les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés à responsabilité limitée, soit des violations des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion* ».

Article L225-251 du Code de commerce, al.1 : « *Les administrateurs et le directeur général sont responsables individuellement ou solidairement selon le cas, envers la société ou envers les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes, soit des violations des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion* ».

¹¹ On rappellera que le régime de responsabilité des dirigeants diffère selon que la mise en cause du dirigeant est interne (actionnaire ou de la société) ou externe (tiers). A l'égard des tiers (créanciers, concurrents, ...) la responsabilité des dirigeants ne peut être engagée que s'ils ont commis une faute séparable de leurs fonctions et qui leur soit imputable personnellement. Il en est ainsi lorsque le dirigeant commet intentionnellement une faute d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales.

¹² Cass. com., 20 mai 2003, n° 99-17-092.

1.2 La « soft law »

Le code AFEP-MEDEF¹³ de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées précise depuis 2003 que le conseil « doit » saisir l'assemblée générale si l'opération porte sur une « part prépondérante » des actifs ou activités « même s'il ne s'agit pas d'une modification de l'objet social ». Rappelons que le rapport « Viénot 1 » de juillet 1995 indiquait qu'il était « souhaitable que le conseil recueille l'avis de l'assemblée générale si la cession concerne une part prépondérante des actifs ou activités du groupe »¹⁴.

Cette recommandation est, comme les autres préconisations des codes de gouvernement d'entreprise, soumise au principe « appliquer ou expliquer » : les émetteurs qui se réfèrent au code AFEP-MEDEF doivent faire état de manière précise de l'application des recommandations et, s'ils ne les appliquent pas, apporter des justifications compréhensibles, pertinentes et circonstanciées¹⁵. En outre, un code de gouvernement d'entreprise n'étant pas habilité à modifier la répartition légale des compétences, la saisine de l'AG ne peut avoir pour objet de lui conférer un pouvoir décisionnel : la saisine ne peut donc aboutir qu'à une information de l'AG ou à un vote consultatif.

L'opération SFR-Vivendi a en tout cas eu le mérite de faire renaître cette recommandation qui avait été assez largement perdue de vue.

Pour mémoire, le **Haut comité de gouvernement d'entreprise**, créé en octobre 2013 par l'AFEP et le MEDEF en vue de suivre l'application du code AFEP-MEDEF, a considéré que Vivendi a respecté le code dans la mesure où la société a publiquement indiqué, dans un communiqué de presse du 5 avril 2014, qu'elle « rendra compte à l'assemblée générale annuelle de ses actionnaires du 24 juin prochain des conditions dans lesquelles cette opération a été conduite » et où la sortie du secteur des télécoms en vue d'un recentrage sur les médias avait par ailleurs été largement évoquée lors de la précédente assemblée.

Dans son rapport annuel publié en octobre 2014, le Haut comité a précisé que « l'important est que les actionnaires aient été complètement informés de l'opération, de ses motivations et de ses conséquences prévisibles aussi « en amont » et aussi complètement que possible, et qu'un véritable débat soit instauré en assemblée avant qu'elle ne devienne irréversible. Rien n'interdit de prévoir un point consultatif d'ordre du jour qui ouvre ce débat : la loi permet d'ailleurs aux actionnaires eux-mêmes de faire inscrire de tels points d'ordre du jour¹⁶. Cette information et ce débat doivent porter sur les principes de l'opération (par exemple la nature des actifs cédés ou les activités nouvelles qu'apportera une acquisition),

¹³ Point 5.2 du code AFEP-MEDEF de juin 2013 : « L'assemblée générale est un lieu de décision dans les domaines fixés par la loi ainsi qu'un moment privilégié de communication de la société avec ses actionnaires. (...) »

« Il appartient au conseil d'administration de respecter la compétence propre de l'assemblée générale des actionnaires si l'opération qu'il envisage est de nature à modifier en droit ou en fait l'objet social qui est la cause même du contrat instituant la société. »

« **Même s'il ne s'agit pas d'une modification de l'objet social, le conseil doit saisir l'assemblée générale si l'opération concerne une part prépondérante des actifs ou des activités du groupe.** »

¹⁴ Recommandations « Viénot 1 » de juillet 1995 :

« **§ 2. Conseil d'administration et assemblée générale des actionnaires :**

« Représentant l'ensemble des actionnaires, le conseil d'administration répond collectivement de l'exercice de ses missions devant leur assemblée générale envers laquelle il assume légalement les responsabilités essentielles : c'est lui qui convoque et fixe l'ordre du jour de l'assemblée, nomme et révoque le président et les directeurs généraux chargés de la direction de l'entreprise, contrôle leur gestion et en rend compte par le rapport annuel et les comptes qu'il a arrêtés. »

« Bien que la société soit instituée par un contrat, les compétences respectives des organes sociaux sont définies en France par la loi et ne peuvent être modifiées par le pacte social. »

« **Le Comité a examiné la répartition légale des pouvoirs entre l'assemblée générale des actionnaires et le conseil d'administration et n'a pas relevé l'existence de problèmes nécessitant une intervention législative ou de suggestions tendant à modifier significativement les rôles respectifs des deux organes.**

« La seule question de compétence qui ait donné naissance à un contentieux, d'ailleurs limité à quelques affaires, est relative à la cession d'actifs ou d'activités très importants. La jurisprudence est à cet égard bien établie : les cessions d'actifs ou d'activités sont de la compétence du conseil d'administration ou de son Président sauf si elles portent atteinte à l'objet social, que seule l'assemblée générale extraordinaire à pouvoir de modifier. »

« Il appartient bien entendu au conseil de respecter la compétence propre des actionnaires si l'opération qu'il envisage est de nature à modifier en droit ou en fait l'objet social qui est la cause même du contrat instituant la société. Même si ce n'est pas le cas, **le Comité estime qu'il est souhaitable que le conseil recueille l'avis de l'assemblée générale si la cession concerne une part prépondérante des actifs ou activités du groupe.** »

¹⁵ § 25.1 du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées.

¹⁶ Art. L. 225-105 du code de commerce.

les modalités (choix de la cible ou de l'acquéreur, spécialement si on est en situation concurrentielle, conditions financières) restant de la compétence du conseil qui y engage sa responsabilité. Si l'opération se déroule dans un cadre de temps incompatible avec la convocation d'une assemblée, les actionnaires doivent néanmoins être informés dans des délais raisonnables ».

L'Association française de la gestion financière (AFG) a par ailleurs, dans l'actualisation publiée en janvier 2015 de ses **recommandations sur le gouvernement d'entreprise**, inséré dans le chapitre dédié à la « *vigilance sur des résolutions particulières* » un paragraphe relatif aux « *cessions d'actifs à caractère significatif et/ou stratégique* » aux termes duquel « *l'AFG recommande que les cessions d'actifs ayant un caractère significatif et/ou stratégique soient soumises préalablement au vote des actionnaires* ».

1.3 Le droit boursier prévoit l'information du marché et un dispositif protecteur des actionnaires minoritaires mais dont le champ d'application est limité

1.3.1 L'information financière pesant sur la société cotée à l'occasion d'une opération significative

La réglementation boursière impose à l'émetteur une obligation de communiquer tout fait important et précis susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence significative sur le cours de ses titres¹⁷. Il en va donc ainsi de toute opération portant sur un des actifs importants de la société.

On rappellera toutefois que l'émetteur a le droit, sous sa propre responsabilité, de ne pas communiquer immédiatement une information sensible au marché s'il s'agit de protéger ses intérêts légitimes (si par exemple des négociations sont toujours en cours et qu'une divulgation au marché risque de faire échouer le projet), à la condition que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité du projet d'opération et que la non-divulgation n'induisse pas le public en erreur (article 223-2 II du règlement général de l'AMF (RG AMF)).

1.3.2 L'article 236-6 et le droit de l'AMF d'imposer une OPR en matière d'opération de fusion, de cession ou d'apport de la totalité ou du principal des actifs

L'article 236-6 du RG AMF permet à l'AMF d'imposer à l'actionnaire de contrôle d'une société cotée de mettre en œuvre une offre publique de retrait (OPR) lorsque le ou les actionnaires contrôlants décident le principe d'une fusion, cession ou apport (de la totalité ou du principal des actifs) :

« La ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent une société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce informent l'AMF :

« 1° Lorsqu'elles se proposent de soumettre à l'approbation d'une assemblée générale extraordinaire une ou plusieurs modifications significatives des dispositions statutaires, notamment celles relatives à la forme de la société, aux conditions de cession et de transmission des titres de capital ainsi qu'aux droits qui y sont attachés ;

« 2° Lorsqu'elles décident le principe de la fusion de cette société avec la société qui la contrôle ou avec une autre société contrôlée par celle-ci, de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital.

« L'AMF apprécie les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société et décide s'il y a lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait.

« Le projet d'offre, qui ne peut comporter de condition minimale, est libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme. »

L'article 236-6 du RG AMF met ainsi à la charge de la personne qui contrôle une société une « obligation d'avertissement »¹⁸ de l'AMF en cas de fusion, de cession du principal des actifs ou de toutes autres modifications statutaires, économiques ou financières substantielles. Une fois saisie, l'AMF apprécie

¹⁷ L'article 223-2 I du RG AMF énonce précisément que « *tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée [...] qui le concerne directement* ».

¹⁸ A. Viandier, « OPA, OPE » n°2613, 4^e ed.

les conséquences de l'opération en se fondant sur la préservation des droits et intérêts des actionnaires minoritaires pour décider ou non la mise en œuvre d'une OPR.

Toutefois, l'application de l'article 236-6 est bien limitée aux cas où la société est contrôlée. L'AMF est généralement saisie par des actionnaires exerçant un contrôle de droit univoque (au moins 50 % des droits de vote), et l'application de ce dispositif à des « contrôlants de fait » est rare voire inédite. Il est vrai que **le contrôle de fait peut être difficile à déterminer** si l'actionnaire de référence dispose d'une proportion réduite d'administrateurs ou membres du directoire ou du conseil de surveillance, et repose donc notamment sur l'analyse des droits de vote effectivement exercés en AG, selon la participation réelle des actionnaires.

Par ailleurs, la décision de l'AMF d'imposer ou non une OPR dépendra de son appréciation de ce que la cession ou l'apport porte bien sur le « *principal des actifs* » et des effets de l'opération sur les droits et intérêts des minoritaires et donc de la plus ou moins grande domination exercée par l'actionnaire de contrôle (et partant, du risque de léser les minoritaires, notamment en les privant d'une voie de sortie du groupe face à une modification stratégique imposée par le contrôlant).

1.3.3 L'absence de définition du « *principal des actifs* » et autres notions proches

Les notions de « *principal des actifs* », de « part essentielle des actifs » ou d'« *actif essentiel* » ne sont pas définies par les textes législatifs ni réglementaires : ces notions sont toujours sujettes à interprétation et donc génératrices d'incertitudes : comment les caractériser ?

Le « *principal des actifs* » – auquel se réfère l'article 236-6 du RG AMF (cf. 1.3.2) – pourrait être interprété comme une branche d'activité représentant au moins la majorité du chiffre d'affaires, de ses résultats et/ou des actifs¹⁹. On retrouve des notions proches dans d'autres articles du RG AMF mais également non définies. Ainsi, l'article 231-18 8° du RG AMF prévoit que le projet de note d'information établi par l'initiateur doit mentionner, dans le cas prévu au III de l'article L. 433-3 du code monétaire et financier, l'engagement de déposer un projet d'offre irrévocable et loyale sur la totalité des titres de capital et donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société dont **plus de 30 % du capital ou des droits de vote** est détenu et qui constitue un « *actif essentiel* » de la société visée. De même, l'article 234-9 8° du RG AMF précise que l'AMF peut accorder une dérogation lors de l'acquisition du contrôle d'une société détenant plus de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée, **et qui ne constitue pas un actif essentiel** de la société dont le contrôle est acquis.

1.4 Les règles soumettant à l'autorisation préalable de l'Etat certains investissements étrangers en France

Certains investissements étrangers en France peuvent être soumis à l'autorisation préalable de l'Etat. A cet égard, le 14 mai 2014, le gouvernement a adopté un décret²⁰ qui complète le dispositif existant relatif aux investissements étrangers soumis à autorisation, en étendant le champ d'application de l'article R. 153-2 du code monétaire et financier.

Ce texte élargit ainsi le champ des secteurs qui relèvent de la procédure d'autorisation **à six nouveaux secteurs jugés essentiels à la préservation des intérêts fondamentaux du pays** : l'approvisionnement en énergie, l'approvisionnement en eau, les réseaux et services de transport, les réseaux et services de communications électroniques, les établissements, installations et ouvrages d'importance vitale au sens du code de la défense, et le secteur de la santé. L'objectif affiché par le gouvernement est de « *renforcer le dispositif de contrôle des investissements étrangers dans*

¹⁹ S'agissant de la notion de « *principal des actifs* », il a déjà été admis qu'elle pouvait s'incarner aussi bien dans un actif représentant plus de la moitié de l'actif total de la société (Avis SBF n° 95-31, 4 janv. 1995) comme se déterminer à partir d'un chiffre d'affaires important (Avis SBF n° 92-3273, 17 déc. 1992). En revanche, **il a été jugé que l'expression « totalité ou principal des actifs » ne saurait être assimilée à celle de « part essentielle des actifs »** utilisée par l'article 234-3 du règlement général de l'AMF en matière de dépôt obligatoire d'une offre (CA Paris, 1^{er} ch., 3 avr. 2001 : BJB sept. 2001, p. 473, [n° 77](#), note A. Pietrancosta ; JCP E 2001, 804, note A. Viandier ; D. 2001, p. 1746, obs. A. Lienhard ; Dr. sociétés 2001, comm. n° 103, obs. H. Hovasse ; JCP G 2001, II, 10593, note A. Couret). Dans cette affaire, la Cour a pu estimer, pour rejeter le recours diligenté contre la décision du CMF qui avait refusé le dépôt d'une OPR, que la cession d'une branche d'activité (en l'espèce, celle de pâte à papier) n'affectait pas la substance du groupe qui conservait une activité industrielle significative.

²⁰ Articles L. 151-3 et R-153-2 du code monétaire et financier, ce dernier ayant été modifié par le décret n° 2014-479 du 14 mai 2014.

les secteurs sensibles susceptibles de mettre en cause les intérêts nationaux – ordre public, sécurité publique, intérêts de la défense nationale²¹ ».

2. La réglementation existante dans les autres Etats : la plupart offrent une souplesse comparable à la France, quelques-uns encadrent strictement les opérations

Une étude comparative a été réalisée sur les régimes existants dans les autres Etats. On relève que certains de ces pays encadrent les cessions d'actifs par des sociétés cotées. Néanmoins la plupart, comme la France, ne possèdent pas de règles boursières spécifiques et s'en remettent à des règles générales de droit des sociétés ou de droit souple (*soft law*), qui laissent une grande latitude aux organes de gestion de la société en la matière.

2.1 Les pays soumettant les cessions d'actifs des sociétés cotées à des règles contraignantes : le Royaume-Uni, Singapour, Hong-Kong et tout récemment l'Espagne

2.1.1 Le Royaume-Uni

Le Royaume-Uni dispose d'une **réglementation boursière très complète et précise** des opérations patrimoniales « significatives » réalisées par les sociétés cotées. Cette réglementation puise sa source dans les **listing rules** adoptées par la *Financial Conduct Authority* (FCA) (*Chapter 10*). Elle consiste à imposer des obligations de **transparence**, voire à soumettre les plus importantes de ces opérations à **l'approbation préalable de l'assemblée générale** des actionnaires de la société concernée. L'approbation d'une opération significative (« *Class 1* » définie *infra*) se fait sur résolution ordinaire, à la majorité de 50%.

Au Royaume-Uni, le Chapitre 10 des *listing rules* de la FCA s'applique aussi bien aux acquisitions qu'aux cessions, dès lors que l'opération est qualifiée de « significative » (« *significant transaction* ») (LR 10.1.3). La notion d'opération est d'ailleurs définie de manière assez extensive et couvre tout accord conclu par la société sur son patrimoine, tant du côté actif que passif, et ne se limite donc pas aux seules hypothèses des cessions et des acquisitions. Elle inclut également les modifications d'un tel accord, les options s'y rapportant ainsi que les accords conclus par les filiales. Ces opérations doivent en principe être soumises à l'approbation des actionnaires.

La LR 10 exclut néanmoins certaines opérations de son champ d'application :

- les transactions conclues dans le cadre de la gestion courante (« *in the ordinary course of business* »), considérées en fonction de leur taille et de leur impact ;
- les émissions de titres financiers ou les autres opérations de financement ;
- les accords conclus entre la société et ses filiales détenues à 100 %.

Cette réglementation s'applique aux opérations quantitativement significatives, rangées en deux classes (il existait quatre classes avant la simplification opérée en octobre 2012) en fonction de leur taille rapportée à celle de la société. Cette évaluation de la taille relative de l'opération est déterminée à partir de **quatre critères généraux** (*gross assets, profits, consideration and gross capital*) et des critères spécifiques pour certaines catégories particulières de sociétés (*property companies, mineral companies and scientific research-based companies* (LR 10.7)).

Cette évaluation (« *class test* ») permet d'identifier :

- des opérations de classe 2, qualifiées comme telles si l'un quelconque des ratios **excède 5 % (mais reste inférieur à 25 %)** ;
- des opérations de classe 1, **si l'un des ratios excède 25 %** (ce qui peut inclure des engagements de garantie consentis par la société, des *break up fees*, des dilutions dans le capital de filiales importantes, des *joint ventures, etc.*).

²¹ Présentation du décret figurant sur le portail internet du gouvernement.

Les opérations suivantes ont été remises en question par l'application de ces règles :

- échec du projet d'acquisition d'AIG Asie par Prudential en raison d'un soutien insuffisant des actionnaires ;
- difficultés posées par l'exigence de l'approbation préalable des actionnaires lors du projet d'acquisition de Lehman Brothers par Barclays en 2008.

2.1.2 Singapour

Inspirées des *listing rules* britanniques, les *listing rules* singapouriennes prévoient que les « *major transactions* », définies comme des acquisitions ou cessions d'actifs excédant un ratio de **20 %** (calculé sur une base consolidée relative à partir des actifs nets, des profits, de la capitalisation et des réserves) doivent faire l'objet d'une information des actionnaires et être soumises à l'approbation préalable de leur assemblée générale. Des obligations d'information particulières sont prévues pour les acquisitions ou cessions d'actifs excédant un ratio de 5 %, sans excéder 20 %.

2.1.3 Hong Kong

Les règles de marché de Hong Kong sont également directement inspirées des *listing rules* britanniques, et sont très détaillées. **49 pages** de règles sont ainsi consacrées à la question et distinguent :

- les « *share transactions* » *i.e.* les acquisitions d'actifs (à l'exclusion du numéraire) rémunérées au moins partiellement sous forme de titres financiers, représentant moins de 5 % des ratios définis par les textes (*assets ratio, consideration ratio, profits ratio, revenue ratio, equity capital ratio*) ;
- les « *major transactions* » *i.e.* les opérations ou série d'opérations excédant 25 % sur l'un de ces ratios, mais inférieures à 100 % pour une acquisition ou 75 % pour une cession ;
- les « *very substantial transactions* » *i.e.* les acquisitions ou série d'acquisitions d'actifs représentant 100 % pour une acquisition ou plus de 75 % pour une cession.

En fonction de leur importance, les opérations concernées sont soumises à un régime spécifique :

- information de l'entreprise de marché et du public pour les *share transactions* ; et
- de surcroît, l'approbation des actionnaires de la société concernée pour les *major transactions* ou les *very substantial transactions*.

Lorsque ces opérations sont saisies, non par les règles boursières mais par le droit des sociétés, le résultat n'est guère différent.

2.1.4. Espagne

L'Espagne a adopté très récemment, le 4 décembre 2014, des dispositions juridiques contraignantes sur ces opérations. Avant cette date, le code unifié de gouvernement d'entreprise²² (19 mai 2006) recommandait de soumettre au vote des actionnaires pour approbation ou ratification toutes les décisions emportant des changements fondamentaux pour la société. À ce titre, les opérations suivantes étaient couvertes : la transformation de la société cotée en holding par voie de filialisation, la cession ou l'acquisition d'un actif opérationnel clé conduisant pratiquement à un changement d'objet social.

La loi du 4 décembre 2014 introduit dans le droit des sociétés des dispositions en matière de gouvernance d'entreprise jusque-là énoncées dans ce code de gouvernement d'entreprise. Désormais, la loi espagnole précise que relève de la compétence de l'assemblée générale des actionnaires : « *l'acquisition, la cession ou autre apport à une autre société d'actifs essentiels. Le caractère essentiel*

²² « 3. Even when not expressly required under company law, any decisions involving a fundamental corporate change should be submitted to the General Shareholders' Meeting for approval or ratification. In particular :

« a) The transformation of listed companies into holding companies through the process of subsidiarisation, *i.e.* reallocating core activities to subsidiaries that were previously carried out by the originating firm, even though the latter retains full control of the former;

« b) Any acquisition or disposal of key operating assets that would effectively alter the company's corporate purpose;

« c) Operations that effectively add up to the company's liquidation. »

de l'actif est présumé lorsque le montant de l'opération **est supérieur à 25 %** de la valeur des actifs énoncés dans le dernier bilan approuvé²³ ».

2.2. Les autres pays ne soumettent pas à des règles contraignantes les cessions d'actifs par des sociétés cotées : Etats-Unis, Allemagne, Belgique, Pays-Bas, Pologne

2.2.1 Etats-Unis

Contrairement à la situation britannique, **il n'existe pas aux Etats-Unis de règles boursières spécifiquement applicables** aux opérations réalisées par les sociétés cotées sur leurs actifs ou passifs, à raison de leur importance économique.

On mentionnera simplement les règles du NYSE et du NASDAQ qui prévoient la nécessité pour une société cotée d'obtenir un vote de ses actionnaires en cas d'émission d'actions ayant pour conséquence d'augmenter le nombre de celles-ci de plus de 20 %.

Le droit des sociétés des Etats américains laisse au conseil d'administration une grande latitude dans ce domaine. Toutefois, une règle générale du droit des sociétés de l'Etat du **Delaware** prévoit qu'un **vote des actionnaires est requis lorsqu'une société cède la totalité ou la quasi-totalité de ses actifs** ("all or substantially all" of its assets²⁴). La règle est fondée sur un critère purement quantitatif, indifféremment du caractère stratégique ou non des actifs concernés, les actionnaires étant simplement appelés à autoriser le changement complet ou quasi-complet d'activité de la société.

2.2.2 Belgique et Pays-Bas

En Belgique comme aux Pays-Bas, il n'existe pas de restrictions à la faculté pour une société cotée de céder ou d'acquérir des actifs auprès d'une société cotée ou non.

Cependant, **le droit néerlandais des sociétés exige l'approbation par les actionnaires des décisions modifiant fondamentalement le caractère ou l'identité de la société**. L'art 2-107a du code civil néerlandais en fournit trois exemples :

- le transfert de l'entreprise ou de la quasi-totalité de l'entreprise à un tiers ;
- la conclusion ou la résiliation d'une coopération durable avec un tiers, qui est d'une importance fondamentale pour la société ;

²³ Extrait de la loi espagnole du 4 décembre 2014 : « *La adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales. Se presume el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado.* »

²⁴ Delaware Code - Section 271: Sale, Lease or Exchange of Assets; Consideration; Procedure :

"(a) Every corporation may at any meeting of its board of directors or governing body sell, lease or exchange all or substantially all of its property and assets, including its goodwill and its corporate franchises, upon such terms and conditions and for such consideration, which may consist in whole or in part of money or other property, including shares of stock in, and/or other securities of, any other corporation or corporations, as its board of directors or governing body deems expedient and for the best interests of the corporation, when and as authorized by a resolution adopted by the holders of a majority of the outstanding stock of the corporation entitled to vote thereon or, if the corporation is a non-stock corporation, by a majority of the members having the right to vote for the election of the members of the governing body, at a meeting duly called upon at least 20 days' notice. The notice of the meeting shall state that such a resolution will be considered.

"(b) Notwithstanding authorization or consent to a proposed sale, lease or exchange of a corporation's property and assets by the stockholders or members, the board of directors or governing body may abandon such proposed sale, lease or exchange without further action by the stockholders or members, subject to the rights, if any, of third parties under any contract relating thereto.

"(c) For purposes of this section only, the property and assets of the corporation include the property and assets of any subsidiary of the corporation. As used in this subsection, "subsidiary" means any entity wholly-owned and controlled, directly or indirectly, by the corporation and includes, without limitation, corporations, partnerships, limited partnerships, limited liability partnerships, limited liability companies, and/or statutory trusts. Notwithstanding subsection (a) of this section, except to the extent the certificate of incorporation otherwise provides, no resolution by stockholders or members shall be required for a sale, lease or exchange of property and assets of the corporation to a subsidiary."

Interprétation jurisprudentielle :

"On July 29, 2004, Vice Chancellor Leo Strine of the Delaware Chancery Court issued an opinion that provides guidance for determining when stockholder approval for the sale, lease, or exchange of assets is necessary under Section 271 of the Delaware General Corporation Law. In *Hollinger Inc. v. Hollinger Int'l, Inc.*, the court denies *Hollinger Inc.*'s request for a preliminary injunction and rejects its contention that stockholder approval is required for the sale of *The Daily Telegraph* newspaper because the *Telegraph* constitutes "substantially all" of *Hollinger International's* assets within the meaning of Section 271. **The court explains that if the remaining portion of a business constitutes a substantial, viable, ongoing component of the corporation, the sale is not subject to Section 271, and it rejects the notion that "substantially all" should be interpreted to mean "approximately half" for purposes of Section 271.**"

- la vente ou l'acquisition d'un intérêt dans une autre société, dont la valeur dépasse un tiers du total des actifs de la société.

Ainsi, ABN Amro ayant cédé sa filiale américaine LaSalle à une banque américaine, sur la seule décision du conseil et malgré l'opposition de certains actionnaires, la cour suprême néerlandaise, saisie en dernier ressort, a rappelé que la cession d'actif est une matière relevant de la seule compétence du conseil sans intervention des actionnaires.

2.2.3 Allemagne

Il n'existe pas en Allemagne de règles boursières spécialement applicables aux opérations réalisées par les sociétés cotées sur leurs actifs ou passifs, à raison de leur importance économique.

Le droit des sociétés (Section 179 de la loi sur les sociétés par actions²⁵) ne requiert l'approbation par les actionnaires qu'en cas de contrat par lequel la société s'engage à transférer la totalité de ses actifs. Une telle situation se produit très rarement, mais fait l'objet de discussions dans la littérature juridique.

Il convient également d'y ajouter la « **doctrine Holz Müller et Gelatine** » du *Bundesgerichtshof* (Cour fédérale de justice), selon laquelle le consentement de l'assemblée générale des actionnaires est requis pour toutes les opérations considérées comme « fondamentales ». Les sociétés cotées se trouvent naturellement soumises à ces exigences générales bien qu'en pratique, elles ne semblent cependant leur avoir jamais été appliquées. La doctrine *Holz Müller* a ainsi été invoquée sans succès par des actionnaires minoritaires devant les tribunaux lors de la prise de contrôle par Commerzbank de Dresdner Bank.

2.2.4 Pologne

Le code polonais des sociétés commerciales contient deux articles traitant des cessions d'actifs sociaux clés (*i.e. sale, encumbrance and other transactions*). Ces deux dispositions, applicables aussi bien aux sociétés cotées qu'aux sociétés non cotées, requièrent l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires dans les cas suivants :

- le transfert d'une entreprise ou d'une « part organisée » de l'entreprise nécessite une approbation à la majorité des $\frac{3}{4}$ ²⁶ ;
- un vote à la majorité ordinaire est nécessaire en cas de simple *leasing* ou d'établissement d'une limitation *in rem* sur l'entreprise ou sur une « part organisée » de celle-ci²⁷.

La notion de « part organisée » de l'entreprise n'est pas définie par le code. La jurisprudence la définit comme un ensemble de biens fonctionnellement interconnectés qui permet à un entrepreneur de mener une activité distincte. Il couvre des situations où une entreprise possède et/ou exploite deux ou plusieurs lignes d'activité.

²⁵ **Stock Corporation Act, § 179a : Duty to Transfer the Entire Assets of the Company**

"(1) A contract by which a company binds itself to transfer the entirety of its assets and whereby the transfer does not fall under the provisions of the Transformation Act requires a resolution of the shareholders' meeting according to § 179 even if it does not involve a change in the company objects. The articles may only provide for a larger majority.

"(2) The contract shall be presented for the review of the shareholders in the business premises of the company from the convocation of the shareholders' meeting that is to resolve its approval. On request, every shareholder is to be given a copy. The duties pursuant to sentences 1 and 2 shall not apply if the agreement is made available on the company's Internet page for the same period of time. The agreement shall be made available for inspection at the shareholders' meeting. The management board shall explain it at the beginning of the proceedings. The agreement shall be appended to the minutes.

"(3) If on the occasion of the transfer of the corporate assets the company is dissolved, then a publicly certified copy of the contract shall be attached to the notification of the dissolution. »

²⁶ **Art. 415 § 1. Qualified majority**

"A resolution on the issue of convertible bonds and bonds with the right of priority in subscription for the shares, amendments to the statutes, redemption of the shares, reduction of the share capital, transfer of the enterprise or its organised part, and dissolution of the company, shall be adopted by a majority of three fourths of the votes."

²⁷ **Art. 393 : Section 3. General Assembly. Powers**

"In addition to other matters stipulated in this Division or in the statutes, the following matters shall require a resolution of the general assembly: [...]

"3) transfer or tenancy of the enterprise or its organised part and the creation of a limited right in rem on them,

"4) acquisition and transfer of real estate, the right of perpetual usufruct, or a share in real estate, unless the statutes provide otherwise."

Ces deux dispositions visent à protéger les actionnaires contre des décisions abusives de la direction sociale, en principe autorisée à effectuer toutes les transactions, à moins que la loi ou les statuts n'exigent l'approbation de l'assemblée des actionnaires ou du conseil de surveillance.

3. Les enjeux d'une réflexion sur ce thème

Pour apprécier l'opportunité d'un meilleur encadrement de ces opérations et le rôle à reconnaître aux principales parties prenantes (dirigeants, conseil d'administration – et en son sein les administrateurs indépendants ou représentant les minoritaires, actionnaires) lors de ces moments-clés pour la vie d'une société, il convient de s'interroger sur l'objectif poursuivi par un renforcement éventuel du cadre existant. Ces enjeux sont multiples : la nécessité d'une information financière fiable et en temps utile, la prévention des conflits d'intérêts potentiels, le respect de l'intérêt social, mais également la protection des actionnaires et leur capacité d'expression lorsqu'une société change substantiellement de profil.

3.1 Mieux encadrer les conflits d'intérêts potentiels

Les restructurations ont des conséquences pour les associés et peuvent générer des conflits d'intérêts à plusieurs niveaux (management / conseil d'administration ; conseil d'administration / actionnaires, actionnaire de contrôle / autres actionnaires...). Leur mise en œuvre est largement à la main de l'organe décisionnaire, avec un risque de conflit ou de désalignement d'intérêts (par exemple sur le prix ou le respect « sous-optimal » de l'intérêt social).

Il convient d'éviter la personnalisation des enjeux et de garantir le respect des missions fondamentales des instances de la société (décision collégiale du conseil sur la pertinence d'une offre, consultation éventuelle des actionnaires et du comité d'entreprise). Une transparence accrue à l'égard du marché sur la gestion de ces conflits d'intérêt pourrait également être demandée.

3.2 Le respect de l'intérêt social

Il est évidemment essentiel que l'opération soit conforme à l'intérêt social, c'est-à-dire utile et profitable à la société²⁸. Bien que cette notion demeure juridiquement discutée dans ses contours, c'est l'intérêt social qui peut requérir, d'une part, de ne pas écarter d'emblée et sans examen approfondi une offre ou intention concurrente, et d'autre part, de soumettre à la collégialité du conseil (et non pas à la seule appréciation des dirigeants qui ont initié le processus) l'ensemble des options possibles manifestées par ces offres et intentions, pour un choix éclairé.

3.3 La protection des actionnaires

Les propositions du groupe présentées ci-après procèdent notamment de la volonté de protéger les actionnaires contre une modification substantielle du profil de la société sur laquelle ils n'auraient pas eu l'occasion de se prononcer ou qu'ils n'auraient pas pu anticiper. Les actionnaires n'ont pas nécessairement les mêmes intérêts, eu égard aux disparités de leur détention du capital, horizon d'investissement et objectifs « politiques » ou financiers (peser sur la gouvernance et les résolutions d'assemblée générale, assurer la stabilité dans le cadre d'un pacte, maximiser la plus-value, miser sur le rendement de long terme par les dividendes...). Une opération structurante est néanmoins susceptible de concerner tous les actionnaires à divers titres, malgré la diversité de leur profil et objectifs : impact sur le cours de bourse (voire la cotation), la distribution ou le montant des dividendes, la stratégie, les perspectives de développement et la pérennité de l'entreprise, *etc.*

²⁸ On rappellera qu'une doctrine majoritaire considère que l'intérêt social ne se confond pas avec l'intérêt des actionnaires : la société a un intérêt propre en tant que personne morale, en tant que communauté et les actionnaires et dirigeants ne sauraient agir en négligeant l'intérêt supérieur commun. La liberté des associés, comme celle des dirigeants, n'est pas entière mais assujettie au respect du pacte social, de l'ordre public et des engagements contractés vis-à-vis des tiers. Voir Cozian, *Droit des sociétés*, n°373, Litec, 23^e éd.

Au-delà de ces divergences, une opération structurante mobilise un intérêt actionnarial commun : la modification de la substance de la société induit en effet une nouvelle perception et une réactualisation des anticipations. L'*affectio societatis* de chaque actionnaire peut ainsi se trouver sensiblement modifié.

3.4 L'information du marché

Les investisseurs ou actionnaires ne pourront se déterminer de manière éclairée que s'ils ont bénéficié d'une information fiable, sincère et en temps utile. A ce titre, les deux opérations SFR et Alstom de 2014 ont montré la nécessité d'éviter de transmettre des informations partielles au marché.

En particulier, lorsque le marché est alimenté de fuites ou rumeurs, il n'est pas aisé de distinguer entre les informations exactes qui relèvent d'une fuite et celles, erronées ou déformées, qui procèdent de la rumeur. Il est à noter que les sociétés sont peu enclines à communiquer lorsqu'elles sont en négociation et se retranchent généralement derrière la préservation de leur intérêt légitime. Ainsi, imposer des procédures de transparence sur des négociations en cours n'est pas chose aisée, ni nécessairement souhaitable. Cependant, les règles liées à l'information du marché pourraient être précisées en doctrine, dans le respect du cadre européen applicable à la communication sur des opérations de cession en cours, et sans que cette réglementation soit pénalisante pour les entreprises françaises.

II. UN RENFORCEMENT DU DISPOSITIF EXISTANT ADAPTÉ A CES ENJEUX

Les membres du groupe, après avoir examiné le cadre réglementaire français et analysé le panorama des régimes existants dans les autres pays, se sont prononcés pour un encadrement renforcé de la procédure de décision sur de telles opérations au regard des objectifs poursuivis développés ci-avant.

Le groupe a ensuite évoqué différentes options pour encadrer ces opérations.

1. Les solutions écartées par le groupe : un aménagement du droit boursier ou du droit des sociétés

1.1 Le passage par une offre publique obligatoire : une solution inopportune

Le groupe, comme les personnes auditionnées, est unanimement opposé à un aménagement du droit boursier visant à imposer au cessionnaire d'un actif significatif d'un émetteur coté de faire une offre publique sur les titres de la société vendeuse.

Ce mécanisme, illustré par la proposition de loi du sénateur Philippe Marini déposée le 24 juin 2014²⁹, obligerait en effet un émetteur à se porter acquéreur de l'ensemble de la société et non des seuls actifs qui l'intéressent, **sans pour autant apporter de protection aux actionnaires tant sur le prix proposé que sur le devenir de la société**. Il conduirait soit à dissuader un acquéreur éventuel, soit à le placer en situation de proposer un prix inférieur, pour tenir compte de l'obligation de revendre les actifs qui ne l'intéressent pas, ce qui ne serait pas dans l'intérêt de la société cédante ni de ses actionnaires. Enfin, ce mécanisme amènerait l'acquéreur à démembrer la société acquise si l'offre était couronnée de succès. Certains membres ont précisé que les acquisitions d'actifs significatifs traduisent souvent des opérations faites à défaut de pouvoir réaliser des offres par le haut (OPA classique) pour sortir la société de la cote (le seuil élevé de l'OPRO rendant incertaine toute sortie de cote *a priori*).

1.2 Une modification législative de la répartition des compétences du conseil et de l'AG trop contraignante

Une très forte majorité des membres du groupe a souligné qu'une approche de droit souple serait préférable à une modification législative de la répartition des compétences entre le conseil d'administration ou de surveillance et l'AG. Il peut en effet se présenter des situations dans lesquelles l'intérêt social justifie, même pour la cession d'actifs très importants, d'écarter la saisine de l'AG, qui impose des délais importants et introduit un aléa qui peuvent se révéler incompatibles avec la nécessité de procéder très rapidement à une cession dans une situation de difficulté financière soudaine.

Il serait malaisé d'intégrer dans une modification législative les hypothèses dans lesquelles il est justifié d'écarter une saisine de l'AG. *A contrario*, le droit souple reposant sur des recommandations, constituerait une solution plus appropriée, puisqu'il permettrait à une société de s'abstenir de consulter l'assemblée générale si sa situation le justifie, sous réserve bien entendu d'une application rigoureuse du principe « appliquer ou expliquer », aujourd'hui au cœur du système de régulation du gouvernement d'entreprise et qui en conditionne pour une large part l'efficacité. Pour mémoire, en application de ce principe, lorsqu'une recommandation n'est pas appliquée, l'émetteur doit fournir une explication compréhensible, pertinente et persuasive. Cette explication doit être adaptée à la situation particulière de la société et indiquer, de manière convaincante, en quoi cette spécificité justifie la dérogation ; elle doit indiquer les mesures alternatives adoptées le cas échéant et décrire les actions qui permettent de maintenir la conformité avec la recommandation.

²⁹ Proposition devenue caduque du fait de la démission du sénateur Philippe Marini début janvier 2015.

2. Les mesures proposées par le groupe

Le groupe invite, en premier lieu, les organisations professionnelles à faire évoluer les codes de gouvernance d'entreprise de ces sociétés cotées afin de prévoir une consultation préalable de l'assemblée générale pour les cessions d'actifs représentant le principal des actifs de la société, selon des modalités décrites ci-après dans le présent rapport (§ 3.1). Afin de mieux encadrer toutes les opérations de cessions d'actifs significatifs par des sociétés cotées, le groupe souhaite par ailleurs une information plus complète des actionnaires (§3.2) et le respect de bonnes pratiques en vue de mieux démontrer la conformité des opérations à l'intérêt social (§3.3).

2.1 Un renforcement du droit souple en ce qui concerne la consultation de l'assemblée avant la cession du principal des actifs

2.1.1 La légitimité d'une consultation de l'assemblée dans l'hypothèse d'un changement substantiel de physionomie de l'activité

Comme indiqué *supra* (cf. § 1.1), même si le droit des sociétés attribue compétence à la direction de la société ou à son conseil d'administration ou de surveillance pour décider de cessions d'actifs, dès lors qu'elles sont conformes à l'objet social, il est légitime de consulter l'assemblée générale des actionnaires préalablement à la cession effective des actifs, lorsque ceux-ci sont à ce point significatifs que leur cession modifie substantiellement la physionomie de l'activité et la stratégie affichée de la société dans laquelle les actionnaires ont investi.

Ainsi que cela a été rappelé au § 1.4 *supra*, le code AFEP-MEDEF, dans sa rédaction actuelle, prévoit que « *Même s'il ne s'agit pas d'une modification de l'objet social, le conseil doit saisir l'assemblée générale si l'opération concerne une part prépondérante des actifs ou des activités du groupe* ».

Piste de réflexion :

Le groupe invite à une évolution des codes de gouvernement d'entreprise afin de prévoir, dans toute société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, préalablement à la cession du principal des actifs³⁰, une consultation de l'assemblée générale des actionnaires. Celle-ci se prononce au vu d'un rapport présenté par le conseil d'administration, le directoire ou le conseil de surveillance, préalablement à la cession, en une ou plusieurs opérations, d'actifs représentant au moins la moitié des actifs de la société (cf. *infra*) sur les deux derniers exercices et selon les modalités décrites ci-après. Les promesses ou options de vente sont également visées.

2.1.2 Les critères proposés pour apprécier si la cession porte sur le principal des actifs

Le groupe considère que le seuil déclenchant la consultation de l'assemblée générale devrait être normalement réputé atteint dès lors que **deux ratios parmi les quatre suivants**, généralement considérés comme pertinents, atteignent ou dépassent **la moitié** du montant consolidé calculé pour la société cédante 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 totale ;
- 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.

Si l'émetteur n'applique pas ces critères, il devra fournir, conformément au principe « appliquer ou expliquer » une explication compréhensible, pertinente et persuasive précisant notamment pourquoi ces critères n'apparaissent pas pertinents au regard de sa situation et de l'opération envisagée.

³⁰ Il est proposé de retenir la même formulation que dans l'article 236-6 du RG AMF, même si cette notion est équivalente à celle de « part prépondérante des actifs » utilisée par le code AFEP/MEDEF.

Cette explication doit être adaptée à la situation particulière de la société qui doit indiquer les critères alternatifs qu'elle a retenus et justifier leur pertinence au regard de sa situation.

2.1.3 Les modalités de la consultation de l'assemblée

Plusieurs modes de consultation de l'assemblée sont envisageables : la saisine de l'AG peut se traduire par une **simple information** des actionnaires (préalable ou postérieure à l'opération), un **vote consultatif** (préalable) ou un **vote délibératif contraignant** (préalable).

Le groupe a considéré que dans les cas où la convocation de l'assemblée des actionnaires était justifiée et possible, une saisine qui se limiterait à une simple information de l'assemblée ne serait pas satisfaisante. **Un vote consultatif de l'assemblée lui semble toujours préférable.**

Faut-il aller plus loin en proposant un vote délibératif contraignant ? Sous l'angle du droit des sociétés, un tel vote délibératif sur un projet de cession – qui constitue un acte de gestion relevant de la compétence des organes de direction soulèverait une difficulté juridique sérieuse. La question s'est posée dans des termes similaires avec l'introduction du vote sur les rémunérations des dirigeants (« *say on pay* »).

En revanche, il est possible de conférer un effet contraignant à une délibération consultative en ayant recours à des stipulations contractuelles au sein du contrat de cession conclu par les parties. Le contrat de cession peut en effet subordonner la réalisation de l'opération à l'approbation de l'assemblée générale.

Au demeurant, le conseil d'administration ne pourra pas ignorer un avis négatif de l'assemblée générale de la société quand bien même cet avis ne serait pas (juridiquement) contraignant.

En tout état de cause, la consultation de l'assemblée générale des actionnaires devrait prendre la forme d'un vote sur une résolution présentée au vu d'un document du conseil d'administration ou de surveillance ou du directoire, dont le contenu devrait correspondre à l'information donnée au § 2.2 *infra*.

La consultation de l'assemblée générale des actionnaires de la société devrait être réalisée dans les conditions de *quorum* et de majorité des **assemblées ordinaires**, sauf si le conseil en décidait autrement eu égard aux circonstances et notamment à la configuration de l'actionnariat. Le conseil de la société pourrait se prononcer à nouveau sur l'opération, notamment en cas d'avis négatif de l'assemblée générale des actionnaires.

2.1.4 Une consultation qui peut être légitimement écartée lorsque l'intérêt social le justifie

Dans certaines circonstances, l'intérêt de la société cédante peut justifier de ne pas consulter l'assemblée générale, **notamment lorsque cette consultation serait de nature à compromettre la réalisation d'une cession** conforme à cet intérêt. Tel peut être le cas, par exemple, d'une société dont la viabilité est en jeu et rend impérative une cession très rapide d'actifs importants. De même, s'agissant de sociétés ayant pour activité principale l'acquisition et la gestion de participations, une telle cession, même si elle est très importante, entre clairement dans le cycle normal de l'activité ou la stratégie affichée de la société et est donc prévisible par le marché et ses actionnaires.

Une société qui estime devoir renoncer à consulter l'assemblée générale devrait expliquer de manière étayée et adaptée à la situation particulière de l'entreprise les raisons pour lesquelles elle estime conforme à l'intérêt social d'écarter cette consultation.

Dans tous ces cas, le groupe estime qu'une transparence accrue sur l'opération et le processus décisionnel est requise (*cf.* 2.2 et 2.3).

2.1.5 Les PME-ETI

Le groupe s'est interrogé sur l'opportunité de prévoir des règles particulières pour les capitalisations petites et moyennes. Il apparaît cependant que la majeure partie des PME et ETI cotées sont des sociétés contrôlées, dont les opérations du principal des actifs relèvent de l'application de l'article 236-6 du RG AMF, qui assure déjà une protection des actionnaires minoritaires. Par ailleurs, dans les PME et ETI contrôlées, il existe une large coïncidence entre la composition de l'AG et celle des organes de gestion de la société ; la consultation de l'AG pour se prononcer sur un projet de cession d'actifs constituerait donc plus souvent une formalité qu'une garantie de protection des actionnaires.

Pour autant, le groupe estime que ces considérations ne justifient pas d'écarter ces sociétés du champ de la proposition relative à la consultation de l'assemblée générale, même si elles peuvent sans doute justifier plus fréquemment de renoncer à consulter cette assemblée que pour des sociétés à l'actionnariat plus large et plus diversifié.

En tout état de cause, **les propositions du groupe relatives au renforcement de l'information financière et des bonnes pratiques de gouvernance mentionnées ci-dessus (2.2. et 2.3.) sont applicables aux valeurs moyennes et petites**, qui ne présentent aucune particularité justifiant de les écarter ou de les modifier en ce qui les concerne.

2.1.6 La prise en compte de l'intervention de l'AG dans les décisions de l'AMF sur une éventuelle OPR par l'actionnaire de contrôle (236-6 du RG AMF)

Les membres du groupe estiment que la consultation de l'assemblée générale préconisée ci-dessus **devrait s'appliquer tout autant aux sociétés contrôlées que non contrôlées**.

Comme rappelé *supra*, l'article 236-6 du RG AMF prévoit que l'AMF décide s'il y a lieu de mettre en œuvre une offre publique de retrait (OPR), au regard de l'intérêt des actionnaires, uniquement en cas de fusion, de cession du principal des actifs ou de toute autre modification statutaire, économique ou financière à caractère substantiel. Une fois saisie, l'AMF apprécie « *les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société et décide s'il y a lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait* ».

En toute hypothèse, la personne contrôlant la société cédante de l'actif significatif saisira donc l'AMF, en application de l'article 236-6 précité, afin que celle-ci apprécie les conséquences au regard des droits et intérêts des actionnaires de l'opération envisagée. L'AMF examinera les conditions dans lesquelles le projet de cession sera décidé (information transmise aux actionnaires, éventuelle tenue d'une assemblée des actionnaires, appréciation du vote des actionnaires exprimé lors de ladite assemblée) afin de déterminer si l'opération est susceptible de porter atteinte aux droits et intérêts des actionnaires et s'il y a lieu de mettre en œuvre une offre publique de retrait.

2.2 Une transparence accrue à l'égard des actionnaires et du marché sur l'opération et le processus décisionnel

2.2.1 La pertinence d'une information renforcée s'agissant du contexte et du déroulement des opérations de cession

Comme il est rappelé ci-avant, les émetteurs cotés sont soumis 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 privilégiée³¹. Par conséquent, ces dispositions s'appliquent nécessairement en cas de cession d'actifs significatifs, à tout le moins lors de la finalisation de l'opération (sous réserve que la confidentialité ait pu être maintenue pendant les négociations).

³¹ C'est-à-dire une information précise les concernant et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers qu'ils ont émis (article 223-6 du RG AMF).

Le droit comparé (en particulier la « *background section* » aux Etats-Unis) révèle cependant qu'une **information spécifique sur le contexte et la négociation de l'accord de cession conclu**, contenue dans un document publié par l'émetteur, permet aux actionnaires et au marché de mieux appréhender le déroulement de l'opération et de mieux en apprécier l'intérêt pour la société.

Cette information, qui va au-delà d'une communication sur l'opération de cession elle-même, devrait porter sur le processus retenu pour parvenir à l'accord de cession (y compris l'existence ou non d'offres concurrentes ou non sollicitées et les raisons pour lesquelles elles n'auraient pas été retenues, notamment si elles n'étaient pas mieux-disantes financièrement) et sur les considérations qui ont conduit les organes dirigeants à se prononcer en faveur de l'opération. Elle devrait exposer aussi la manière dont les conflits d'intérêts potentiels ont été traités. Son utilité dépend *in fine* de la pertinence des informations données en vue de permettre d'apprécier si l'opération est bien conforme à l'intérêt social.

2.2.2 Le séquençage de l'information à donner au marché et aux actionnaires

Cette information renforcée portant sur le contexte et le déroulement des opérations de cessions n'est cependant utile que si les informations publiées se limitent à celles qui sont pertinentes pour permettre aux actionnaires d'apprécier si l'opération est bien conforme à l'intérêt de la société.

Ces considérations peuvent conduire à ne rendre publiques certaines informations **qu'à la date à laquelle la cession fait l'objet d'un accord définitif**, alors même que l'opération elle-même aura été rendue publique plusieurs mois auparavant, au titre de l'obligation d'information permanente.

Il appartient donc à la société d'apprécier, en fonction des circonstances, de son intérêt et de son obligation d'information permanente, le moment auquel l'information relative à la cession doit être rendue publique ainsi que son degré de détail.

2.2.3 L'information sur une opération de cession d'actifs significatifs

Il est souhaitable, dans toute société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, que les dirigeants informent le marché et les actionnaires de la société du processus de cession d'un actif suffisamment significatif pour constituer une information privilégiée dès lors qu'ils n'ont plus de raisons légitimes de maintenir la confidentialité de l'opération ou qu'il apparaît que cette confidentialité ne peut plus être assurée par la société³².

Il appartient à la société de déterminer le degré de détail et le moment de la publication de cette information en fonction des circonstances, de son intérêt et des obligations qui pèsent sur elle au titre de l'information permanente. Ces considérations peuvent la conduire à moduler le degré d'information à mesure de l'avancement du processus de cession. Le groupe suggère que l'information porte sur les circonstances et les étapes qui ont abouti à la mise en œuvre de la cession du ou des actifs significatifs, et précise notamment :

- 1. les circonstances et motifs d'ordre stratégique, économique et financier qui ont conduit à envisager et lancer le processus de cession ;**
- 2. les étapes successives du processus d'instruction de l'opération (et notamment le délai dont le conseil d'administration ou de surveillance a bénéficié pour se prononcer sur le projet de cession d'actifs), les procédures et éléments d'appréciation de nature à conforter**

³² Pour mémoire, aux termes de l'article 223-2 II du RG AMF, l'émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information en contrôlant l'accès à cette dernière, et en particulier :

1° En mettant en place des dispositions efficaces pour empêcher l'accès à cette information aux personnes autres que celles qui en ont besoin pour exercer leurs fonctions au sein de l'émetteur ;

2° En prenant les mesures nécessaires pour veiller à ce que toute personne ayant accès à cette information connaisse les obligations légales et réglementaires liées à cet accès et soit avertie des sanctions prévues en cas d'utilisation ou de diffusion induite de cette information ;

3° En mettant en place les dispositions nécessaires permettant une publication immédiate de cette information dans le cas où il n'aurait pas été en mesure d'assurer sa confidentialité, sans préjudice des dispositions du deuxième alinéa de l'article 223-3.

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 ;

3. 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.

Les émetteurs devraient publier l'ensemble des informations exposées ci-dessus, pour la tenue de l'assemblée générale des actionnaires lorsque cette dernière est convoquée pour se prononcer sur l'opération ou, dans les autres cas, au plus tard, lorsque la cession fait l'objet d'un accord définitif.

2.3 La promotion de bonnes pratiques permettant de démontrer la conformité d'une opération avec l'intérêt social

2.3.1 Les principes devant guider les conseils d'administration lors des opérations de cessions

Comme indiqué ci-avant, il appartient au conseil d'administration ou de surveillance, à la direction générale ou au directoire d'apprécier l'intérêt stratégique d'une opération de cession d'actifs significatifs. Il leur appartient également de s'assurer que sa mise en œuvre est réalisée dans le respect des principes de bonne gouvernance et conformément à l'intérêt de la société.

Il est souhaitable en effet que l'application de ces principes permette une appréciation loyale des différentes offres d'acquisition des actifs concernés, une bonne gestion des conflits d'intérêts éventuels ainsi qu'une transparence et une information du marché suffisante pour en apprécier l'intérêt pour la société.

Le processus de cession doit permettre au conseil d'administration de mener une appréciation objective et impartiale de l'offre ou des offres en présence, compte tenu de l'intérêt stratégique de l'opération et des éventuelles contraintes propres au cédant, au(x) candidat(s) acquéreur(s) ou à la nature des actifs cédés.

La bonne application de ces principes sera notamment appréciée au travers de l'information spécifique fournie par la société et ses dirigeants (cf. § 3. 2).

2.3.2 L'application des principes aux opérations de cession d'actifs significatifs

Il appartient au conseil d'administration ou de surveillance, à la direction générale ou au directoire d'apprécier l'intérêt stratégique de l'opération de cession d'actifs significatifs envisagée et de s'assurer que sa mise en œuvre est réalisée dans le respect de l'intérêt de la société. Compte tenu des circonstances et motifs d'ordre économique, financier et stratégique qui ont conduit à envisager et à mettre en œuvre le processus de cession, ils doivent porter une attention particulière :

1. Aux moyens et procédures permettant d'identifier et d'encadrer d'éventuels conflits d'intérêts, pour conforter l'objectivité et l'impartialité de l'examen de l'opération par les organes de gestion et d'administration. Par exemple, la mise en place d'un comité *ad hoc* d'administrateurs indépendants et la sollicitation d'avis externes sur l'intérêt de l'opération, sa valorisation et les modalités envisagées (notamment expert indépendant, attestation d'équité, valorisations faites par les conseils financiers, etc.), 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. A l'appréciation des éléments qu'ils estiment pertinents pour déterminer le processus et les modalités de la cession, et notamment :

- **le prix de cession³³ ;**
- **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.**

Les actionnaires sont informés des éléments ci-dessus dans les conditions décrites au § 2.

3. L'encadrement des acquisitions d'actifs significatifs

Le groupe s'est interrogé sur l'opportunité d'encadrer également les acquisitions très importantes d'actifs, susceptibles de modifier aussi substantiellement le profil de la société. En effet, une acquisition très importante peut, tout autant qu'une cession, modifier radicalement la physionomie de la société (activité, profil de risque, de rendement, etc.). Il peut donc sembler logique, par assimilation aux opérations de cession du principal des actifs, que les actionnaires soient en mesure de voter lorsque la société procède à une telle acquisition d'importance équivalente.

A titre préalable, il convient de souligner que, pour modifier le profil d'une société dans les mêmes proportions qu'en cas de cession du principal des actifs telle que visée ci-dessus, une acquisition devrait porter sur un montant équivalent à la valeur de la société (correspondant au seuil de cession de 50 %).

Après en avoir débattu, le groupe n'a pas retenu l'application aux acquisitions d'actifs des propositions précitées préconisées en matière de cession d'actifs. En effet, La convocation de l'assemblée paraît, à certains égards, moins pertinente que pour la cession du principal des actifs, et entraînerait des aléas et des délais compromettant la capacité des sociétés cotées françaises à procéder à des acquisitions majeures.

Les opérations d'acquisition d'actifs très importants sont dans leur grande majorité déjà soumises au vote des actionnaires. En effet, les acquisitions les plus importantes nécessitent généralement une augmentation de capital, pour renforcer le bilan et disposer de liquidités (ou payer par remise de titres comme en matière d'offre publique d'échange).

Par ailleurs, le vote des actionnaires sur une opération d'acquisition peut également paraître superflu lorsque la société peut payer entièrement en numéraire sans augmentation de capital (même avec un financement par emprunt). En effet, dans cette hypothèse, les actionnaires de la société ont d'ores et déjà permis à la société, par leurs votes annuels sur l'affectation des bénéfices, de maintenir une structure de bilan qui laisse une marge de manœuvre aux dirigeants (trésorerie et capacité d'endettement) qu'ils utilisent ensuite pour des opérations de croissance externe.

Dans un contexte de concurrence internationale, **les sociétés françaises souffriraient d'un handicap compétitif sérieux** si elles devaient soumettre toute opération d'acquisition majeure à la consultation préalable de leur assemblée générale ; les sociétés françaises pourraient même être écartées *a priori* des processus de cession par le vendeur au profit de candidats situés dans des pays n'exigeant pas de vote des actionnaires (qui sont, de très loin, les plus nombreux). En effet, à la différence des cessions d'actifs où la société est plus ou moins maîtresse des négociations concernant la cession de son actif, le risque d'échec est beaucoup plus important pour les opérations d'acquisition (15 % contre 6 % pour une acquisition financée entièrement en espèces et 20 % contre 9 % pour une acquisition financée en espèces et en actions³⁴). Par ailleurs, l'allongement des délais, de 50 jours à 90 jours en moyenne, du fait d'une soumission éventuelle du projet d'acquisition à l'assemblée, est susceptible de fragiliser la réalisation même de l'acquisition³⁵.

³³ Et, en cas de remise de titres de capital ou de créance ou de prix payable à terme, le risque lié à la contrepartie.

³⁴ J. Hsieh et Q. Wang, "Shareholder voting rights in mergers and acquisitions", Georgia Institute of Technology, mars 2008.

³⁵ Cf. notamment Etude de E. Kamar, "Does shareholder voting on acquisitions matter ?" University of Southern California Gould School of Law, L. & Econ. Rev. 64, avril 2006).

Enfin, le groupe poursuit sa réflexion sur l'opportunité d'étendre aux acquisitions d'actifs les mesures propres à renforcer l'information du marché sur les circonstances et les motifs ayant conduit la société à décider une cession d'actifs significatifs et à promouvoir de bonnes pratiques contribuant à démontrer que l'opération est bien conforme à l'intérêt de la société. Une telle extension, sans doute justifiée dans son principe, nécessiterait des adaptations des propositions aux caractéristiques des acquisitions d'actifs significatifs, différentes à certains égards des cessions.

ANNEXE : COMPOSITION DU GROUPE DE REFLEXION

Président

Christian Schricke, membre du Collège de l'AMF

Représentants de l'AMF

- Martine Charbonnier, Secrétaire général adjoint – Direction des Emetteurs
- Anne Maréchal, Directrice – Direction des Affaires Juridiques
- Bertrand Durupt – Direction des Emetteurs
- François-Régis Benois – Direction de la Régulation et des Affaires Internationales

Membres du groupe de travail

- Olivier Assant, avocat associé – Bredin Prat
- Odile de Brosses, directrice du service juridique – AFEP (Association française des entreprises privées)
- Colette Neuville, présidente – ADAM (Association des actionnaires minoritaires)
- Franck Ceddaha, *Managing Partner* – Aforge Degroof Finance
- Pierre-Yves Chabert, avocat associé – Cleary Gottlieb, Steen & Hamilton
- Christophe Clerc, avocat associé – Pinsent Masons LLP
- Bernard Field, avocat senior *of counsel* – CJA Avocats, membre de la commission des sanctions de l'AMF
- Jean-Claude Hanus – membre du Collège de l'AMF
- Arnaud Pérès, avocat associé – Davis Polk & Wardwell LLP
- Alain Pietrancosta – Professeur à l'École de droit de la Sorbonne
- Marc Vincent – Directeur des Relations Clients & Conseil et Membre du Comité de Direction Générale - Natixis
- Joëlle Simon, directrice des affaires juridiques – MEDEF (Mouvement des entreprises de France)
- Lucia Sinapi-Thomas, directrice financière adjointe – Cap Gemini
- Jean Eyraud, président – AF2I (Association française des investisseurs institutionnels)
- Christian Schricke, délégué général de l'ANSA (Association nationale des sociétés par actions) et membre du Collège de l'AMF

Représentant du Directeur général du Trésor

- Benoit Catzaras

Rapporteurs de l'AMF

- Delphine Charrier-Blestel – Direction de la Régulation et des Affaires Internationales
- Xavier Jalain – Direction des Affaires Juridiques

Ont également été entendus dans le cadre des travaux

- Jean-François Dubos, ex président du directoire – Vivendi
- Hervé Philippe, directeur financier et membre du directoire – Vivendi
- Jean-Martin Folz, président du comité d'administrateurs indépendants – Alstom
- Caroline Weber, directrice générale – MiddleNext
- Dominique Céolin, président-directeur général – ABC Arbitrage ; membre du conseil d'administration de MiddleNext
- Pascal Imbert, président du directoire – Solucom ; membre du conseil d'administration de MiddleNext
- Renaud Bonnet, avocat associé – Jones Day
- Florent Bouyet, avocat associé – Jones Day
- Christian Lucas, *Managing Director, co-Head of EMEA* – fonds d'investissement Silver Lake