

Position - recommandation AMF
Les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs – DOC n° 2015-05

Textes de référence : articles 223-2 II et 236-6 du règlement général de l'AMF (RGAMF)

1.	L'encadrement des opérations de cessions d'actifs significatifs	3
1.1.	La consultation de l'assemblée générale des actionnaires	3
1.2.	Une information renforcée sur le contexte et le déroulement des opérations de cession d'actifs significatifs	4
1.3.	La promotion de bonnes pratiques permettant de démontrer la conformité d'une opération de cession d'actifs significatifs avec l'intérêt social	5
2.	L'encadrement des acquisitions d'actifs significatifs	6
2.1	Une information renforcée sur le contexte et le déroulement des opérations d'acquisition d'actifs significatifs	7
2.2	La promotion de bonnes pratiques permettant de démontrer la conformité d'une opération d'acquisition d'actifs significatifs avec l'intérêt social	7



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.

Les cessions d'actifs significatifs d'une société cotée ne sont pas soumises à un processus d'offre publique d'acquisition – 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 en principe pas encadrées par le droit boursier¹. Elles relèvent pour l'essentiel du droit des sociétés, qui laisse en France une grande discrétion à la direction générale et aux organes sociaux (conseil d'administration ou directoire et 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 minoritaires et leur capacité d'expression lorsqu'une société change radicalement de profil. Ces considérations doivent cependant être mises en balance avec les prérogatives du conseil, qui conditionnent la réactivité et la pérennité de l'entreprise.

Ainsi, l'AMF a souhaité renforcer l'encadrement de la procédure de décision sur de telles opérations² (cf. I). Elle recommande, en premier lieu, aux sociétés cotées de prévoir une consultation préalable de l'assemblée générale **pour les cessions de la majorité de leurs actifs**. Afin de mieux encadrer toutes les opérations de cession d'actifs significatifs par des sociétés cotées, l'AMF demande par ailleurs une information plus complète des actionnaires et recommande le respect de bonnes pratiques contribuant à démontrer la conformité des opérations à l'intérêt social.

Par ailleurs, l'AMF a jugé opportun d'étendre **aux opérations d'acquisition d'actifs significatifs, également susceptibles de modifier substantiellement le profil d'une société**, les mesures recommandées pour les cessions d'actifs significatifs en vue de renforcer l'information du marché et de promouvoir de bonnes pratiques contribuant à démontrer que l'opération est bien conforme à l'intérêt de la société. Ces opérations présentent toutefois des particularités qui justifient certaines adaptations (cf. II).

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 significatif sur le cours, y compris donc les opérations sur des filiales ou actifs significatifs) et des dispositions de l'article 236-6 du RGAMF, qui permettent à l'AMF d'imposer à l'actionnaire de contrôle, en cas de cession du « *principal des actifs* », de lancer une offre publique sous certaines conditions.

² Cette décision fait suite à la publication et la consultation publique subséquente du rapport du groupe constitué par l'AMF en 2014, sous la présidence de Christian Schricke, membre du Collège, 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, mandat ultérieurement élargi aux acquisitions.

1. L'encadrement des opérations de cessions d'actifs significatifs

1.1. La consultation de l'assemblée générale des actionnaires

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 significatifs, dès lors qu'elles sont conformes à l'objet social, l'AMF considère comme légitime et souhaitable de consulter l'assemblée générale des actionnaires préalablement à la cession effective des actifs, lorsque ceux-ci représentent la majorité des actifs et activités de la société et que leur cession **modifie substantiellement la physionomie de l'activité et/ou la stratégie affichée par la société et intégrée par le marché.**

Recommandation

L'AMF recommande que toute société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé prévoie une consultation de l'assemblée générale des actionnaires préalablement à la cession, en une ou plusieurs opérations, d'actifs représentant au moins la moitié de ses actifs totaux en moyenne sur les deux derniers exercices³. Les promesses ou options de vente sont également visées.

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

- le chiffre d'affaires réalisé par le ou les actifs ou activités cédés rapporté au chiffre d'affaires consolidé ;
- le prix de cession du ou des actifs rapporté à la capitalisation boursière du groupe ;
- la valeur nette du ou des actifs cédés⁴ rapportée au total de bilan consolidé ;
- le résultat courant avant impôts généré par les actifs ou activités cédés rapporté au résultat courant consolidé avant impôt ;
- les effectifs salariés de l'activité cédée rapportés aux effectifs mondiaux du groupe.

L'AMF recommande que la consultation de l'assemblée générale des actionnaires de la société soit réalisée dans les conditions de *quorum* et de majorité des assemblées ordinaires (soit la majorité simple de 50 %), sauf si le conseil en décide autrement eu égard aux circonstances et notamment à la configuration de l'actionariat. Cette consultation 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 prévue au § 2 *infra*.

Le contrat de cession conclu par les parties peut subordonner la réalisation de l'opération à l'approbation de l'assemblée générale, **conférant ainsi un effet contraignant à cette délibération consultative.**

³ Période assez courte pour caractériser un changement très net de physionomie, mais assez longue pour faire obstacle à d'éventuelles tentations de contournement de la consultation en fractionnant artificiellement des cessions.

⁴ Seuls les passifs affectés aux actifs cédés doivent être pris en compte pour la mise en œuvre de ce critère et non pas le passif global de la société.

Si l'émetteur ne retient pas les critères ci-dessus pour apprécier si l'opération porte sur la majorité des actifs, il doit fournir, selon une interprétation rigoureuse du principe « appliquer ou expliquer »⁵, une explication compréhensible, pertinente et convaincante, précisant notamment pourquoi ces critères n'apparaissent pas pertinents au regard de sa situation et de l'opération envisagée. Cette explication doit être adaptée à la situation particulière de la société et indiquer de manière convaincante en quoi cette spécificité justifie la dérogation. La société doit indiquer **les critères alternatifs qu'elle a retenus et justifier leur pertinence au regard de sa situation.**

De même, une société qui estime devoir renoncer à consulter l'assemblée générale devrait expliquer dans les mêmes conditions les raisons pour lesquelles elle estime conforme à l'intérêt social d'écarter cette consultation.

Les codes de gouvernement d'entreprise

Le code AFEP-MEDEF⁶ de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées précise 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* ».

L'Association française de la gestion financière (AFG), dans ses recommandations sur le gouvernement d'entreprise, a également intégré un chapitre dédié à la « *vigilance sur des résolutions particulières* » dans lequel l'AFG « *recommande que les cessions d'actifs ayant un caractère significatif et/ou stratégique soient soumises préalablement au vote des actionnaires* ».

Le code de l'association MiddleNext ne prévoit quant à lui aucune disposition sur la consultation des actionnaires.

Piste de réflexion :

L'AMF souhaite que les codes de gouvernement d'entreprise évoluent afin de prévoir, dans toute société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, préalablement à la cession de la majorité de ses actifs, une consultation de l'assemblée générale des actionnaires selon les modalités décrites ci-avant.

1.2. Une information renforcée sur le contexte et le déroulement des opérations de cession d'actifs significatifs

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 privilégiée⁷. Ces dispositions s'appliquent donc en cas de cession d'actifs significatifs, au plus tard lors de la finalisation de l'opération, lorsque la société s'est abstenue de rendre publique l'information auparavant pour des raisons admises par la réglementation et en prenant les mesures assurant la confidentialité de l'information.

Cette obligation concerne un **périmètre large, celui de toute opération portant sur des actifs significatifs, qui n'est donc pas nécessairement déterminé selon les critères mentionnés supra pour la consultation de l'assemblée générale pour la cession de la majorité des actifs (cf. § 1 supra) et peut être inférieur à 50 % des actifs de la société.**

⁵ Selon une acception commune de la Commission européenne (Recommandation 2014/208/UE du 9 avril 2014 sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise (« appliquer ou expliquer »)), de l'AMF et du code AFEP-MEDEF (dans sa version révisée de juin 2013).

⁶ 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* ».

⁷ 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 RGAMF).

Dans le cadre de cette obligation, **une information spécifique sur le contexte et la négociation de l'accord de cession d'actifs significatifs conclu**, contenue dans un document publié par l'émetteur est souhaitable pour permettre 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, porte sur le processus retenu pour parvenir à l'accord (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 doit également exposer la manière dont les conflits d'intérêts potentiels ont été traités.

Position

Dans toute société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les dirigeants doivent informer le marché et les actionnaires de toute cession d'actifs significatifs, ainsi que sur le contexte et la négociation de l'accord de cession. Cette information doit préciser les circonstances et motifs d'ordre stratégique, économique et financier qui ont conduit à envisager et lancer le processus de cession.

Sans préjudice de leurs obligations en matière d'information permanente, les émetteurs doivent publier ces informations dans les délais requis pour la tenue de l'assemblée générale des actionnaires lorsque cette dernière est convoquée pour se prononcer sur l'opération (cf. I.1) ou, dans les autres cas, dès que possible et au plus tard lorsque la cession fait l'objet d'un accord définitif.

Recommandation

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

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

Il appartient à la société de déterminer le degré de détail et le moment de la publication de cette information en fonction des circonstances 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.

1.3. La promotion de bonnes pratiques permettant de démontrer la conformité d'une opération de cession d'actifs significatifs avec l'intérêt social

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.

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

L'application de ces principes concerne un périmètre large, celui de toute opération portant sur des actifs significatifs, qui n'est donc pas nécessairement déterminé selon les critères mentionnés supra pour la consultation de l'assemblée générale (cf. § 1 *supra*) et peut être inférieur à 50 % des actifs de la société.

Recommandation

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

- 1. aux moyens et procédures permettant d'identifier et d'encadrer d'éventuels conflits d'intérêts et de conforter l'objectivité et l'impartialité de l'examen de l'opération par les organes de gestion et d'administration, tels que la mise en place d'un comité *ad hoc* d'administrateurs indépendants, la sollicitation d'avis externes sur l'intérêt de l'opération, sa valorisation et les modalités envisagées (notamment un expert indépendant, une attestation d'équité, les valorisations faites par les conseils financiers, *etc.*), et l'assistance éventuelle de la direction générale ou du directoire, d'une part, et du conseil d'administration ou de surveillance, d'autre part, par des conseils financiers ou juridiques distincts.**
- 2. à l'appréciation des éléments qu'ils estiment pertinents pour déterminer le processus et les modalités de la cession, et notamment :**
 - **le prix de cession⁸ ;**
 - **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 § I.2 *supra*.

2. L'encadrement des acquisitions d'actifs significatifs

Les acquisitions d'actifs significatifs sont, tout autant qu'une cession, susceptibles de modifier radicalement la physionomie d'une société (activité, profil de risque, de rendement, *etc.*).

L'AMF a souhaité étendre à ces acquisitions d'actifs significatifs les mesures propres à renforcer l'information du marché sur les circonstances et les motifs ayant conduit la société à décider une acquisition d'actifs significatifs (cf. II.1) et à promouvoir de bonnes pratiques contribuant à démontrer que l'opération est bien conforme à l'intérêt de la société (cf. II.2). Les opérations d'acquisitions d'actifs significatifs présentent toutefois des particularités qui justifient certaines adaptations.

⁸ Et, en cas de remise de titres de capital ou de créance ou de prix payable à terme, le risque lié à la contrepartie.

L'AMF n'a pas estimé en revanche opportun une consultation préalable de l'assemblée générale pour ces opérations. En effet, la convocation de l'assemblée paraît, à certains égards, moins pertinente que pour une cession. Les opérations d'acquisition d'actifs significatifs importants sont dans leur grande majorité **déjà soumises au vote des actionnaires**, car elles 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, dans un contexte de concurrence internationale, le principe d'une consultation de l'assemblée générale risquerait de placer les sociétés cotées françaises dans une situation de handicap compétitif sérieux, en raison des délais et de l'aléa que cette consultation entraînerait, et qui inciteraient le vendeur à les écarter a priori des processus de cession.

2.1 Une information renforcée sur le contexte et le déroulement des opérations d'acquisition d'actifs significatifs

Position

Dans toute société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les dirigeants doivent informer le marché et les actionnaires sur toute acquisition d'actifs significatifs, ainsi que sur le contexte et la négociation de l'accord d'acquisition. Cette information doit préciser les circonstances et motifs d'ordre stratégique, économique et financier qui ont conduit à envisager et lancer le processus d'acquisition.

Sans préjudice de leurs obligations en matière d'information permanente, les émetteurs doivent publier ces informations dans les délais requis pour la tenue de l'assemblée générale des actionnaires lorsque cette dernière est convoquée pour se prononcer sur l'opération⁹ ou, dans les autres cas, dès que possible et au plus tard lorsque l'acquisition fait l'objet d'un accord définitif.

Recommandation

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

- 1. le processus d'instruction de l'opération par les organes de la société ;**
- 2. le mode de financement de l'acquisition (autofinancement, endettement, augmentation de capital...).**

Il appartient à la société de déterminer le degré de détail et le moment de la publication de cette information en fonction des circonstances 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 d'acquisition.

2.2 La promotion de bonnes pratiques permettant de démontrer la conformité d'une opération d'acquisition d'actifs significatifs avec l'intérêt social

Il appartient au conseil d'administration ou de surveillance, à la direction générale ou au directoire d'apprécier l'intérêt stratégique de l'opération d'acquisition d'actifs significatifs envisagée et de s'assurer que sa mise en œuvre est réalisée dans le respect de l'intérêt de la société.

⁹ En effet, les opérations d'acquisition d'actifs significatifs sont majoritairement soumises au vote des actionnaires car elles nécessitent, le plus souvent, 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).



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 suffisantes pour en apprécier l'intérêt pour la société.

L'application de ces principes concerne un périmètre large, celui de toute opération portant sur des actifs significatifs, qui n'est donc pas nécessairement déterminé selon les critères mentionnés *supra* pour la consultation de l'assemblée générale (cf. § I.1 *supra*) et peut être inférieur à 50 % des actifs de la société.

Recommandation

Compte tenu des circonstances et motifs d'ordre économique, financier et stratégique qui ont conduit à envisager et à mettre en œuvre le processus d'acquisition, l'AMF recommande que le conseil d'administration ou de surveillance, la direction générale ou le directoire soient particulièrement attentifs :

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

Les actionnaires sont informés des éléments ci-dessus dans les conditions décrites au § II.1 *supra*.