

L'Hebdo des AG

N°118 / 6 Juin 2016



Colette Neuville

Présidente de l'ADAM

“ Mes trois principaux dossiers en cours :
Saint-Gobain, Crédit Agricole et Foncière de Paris ”

A lire : l'analyse de Colette Neuville sur ces trois dossiers qui ont en commun de montrer que la gouvernance et le droit boursier sont des disciplines vivantes, appelées à évoluer au gré des cas qui se présentent, mais dans le respect des grands principes directeurs, comme le libre jeu des enchères et l'égalité de traitement des actionnaires et des dirigeants, qui assurent le bon fonctionnement des sociétés et du marché ; le compte-rendu des AG de la semaine : SAINT-GOBAIN, HERMES, WENDEL, IPSEN, NEXITY, INNATE PHARMA, ...

Au sommaire cette semaine:

- | | | |
|---|--|---|
| <p>1 L'invitée de la semaine
Colette Neuville, Présidente de l'ADAM
"la gouvernance et le droit boursier sont des disciplines vivantes"
.....pages 2 & 3</p> | <p>4 Questions d'actionnaires
Très peu de questions sur le digital cette semaine
..... page 9</p> | <p>7 Stratégies financières
INNATE PHARMA : le contre-exemple qui montre que des actionnaires minoritaires peuvent approuver des mesures anti-OPA
..... pages 12</p> |
| <p>2 Tableau de bord
Une autorisation financière rejetée cette semaine chez INNATE PHARMA
..... pages 4 & 5</p> | <p>5 Rémunération
La prise de parole de Colette Neuville chez SAINT-GOBAIN
..... page 10</p> | <p>seulement 3 AG cette semaine : ORANGE, ARKEMA, RUBIS
..... pages 13</p> |
| <p>3 Les AG de la semaine
SAINT-GOBAIN, HERMES, WENDEL, IPSEN, NEXITY, INNATE PHARMA, ...
..... pages 6 à 8</p> | <p>6 Gouvernance
Plusieurs personnalités élues ou ré-élues administrateurs cette semaine
..... pages 11</p> | |

L'invitée de la semaine



Colette Neuville

Présidente de l'ADAM

“
*Mes trois principaux dossiers en cours :
 Saint-Gobain, Crédit Agricole et Foncière de Paris*”

Colette Neuville, vous êtes fondatrice et Présidente de l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM). Vous nous parlez des principaux dossiers de ce printemps 2016.

Commençons par Saint-Gobain

Saint-Gobain est le sujet de cette semaine, puisque je suis intervenue en assemblée générale jeudi 2 Juin pour ouvrir le débat sur l'alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants. C'est une problématique bien plus large que le cas de Saint-Gobain que j'ai tenu à aborder : elle concerne tous les groupes qui consolident des filiales avec des intérêts minoritaires. La rémunération variable du dirigeant est en général basée sur un ensemble d'agrégats des comptes consolidés qui incluent 100% des filiales alors que l'intérêt économique de la société-mère et de ses actionnaires se calcule en part du groupe dans le total consolidé : ainsi en va-t-il des dividendes qui remontent des filiales.

Pourquoi Saint-Gobain en particulier ?

Si l'acquisition de SIKA est menée à son terme, on sera face à une situation extrême : Saint-Gobain aura 52% des droits de vote et donc consolidera la société par intégration globale, alors que son intérêt économique sera limité à sa part dans le capital, soit à peine 17%. Le dividende des actionnaires de Saint-Gobain est calculé sur le résultat net part du groupe, qui intègrera 17% du résultat de SIKA ; mais la performance du dirigeant sera calculée sur 4 critères dont 3 sur 4 (EBITDA, résultat d'exploitation et cashflow) qui, selon les normes IFRS, intègrent 100% des filiales consolidées, en l'occurrence SIKA. Seul le résultat net (4ième critère) est présenté en part du groupe. Les intérêts du dirigeant et des actionnaires ne sont pas alignés.

Ce n'est donc pas une question de changement de périmètre ?

Non, le problème que je soulève n'est pas lié au changement de périmètre, c'est une question de référentiel de calcul. Les agrégats comptables en normes IFRS ne sont pas adaptés à la mesure de la

performance des dirigeants. Il faudrait retraiter chacun des agrégats utilisés pour les présenter en proforma « part du groupe ».

Mais comment rémunérer, dans ce cas, un dirigeant qui pilote à la fois le Groupe et la filiale ?

Il est anormal que ce soit la maison-mère et ses actionnaires qui prennent en charge la totalité de la rémunération du dirigeant d'une filiale où sont présents des intérêts minoritaires : ceux-ci sont favorisés, et les actionnaires de la maison-mère sont lésés. Il serait plus logique que la rémunération du dirigeant soit constituée de deux parties distinctes, celle de la filiale et celle du Groupe, chaque société rémunérant son dirigeant pour sa part, qu'il s'agisse ou non de la même personne.

Quel accueil a été fait à vos réflexions ?

Mes prises de positions, qui me paraissent de simple bon sens, ont été bien accueillies par les investisseurs à qui j'en ai parlé, mais beaucoup moins par les dirigeants de Saint-Gobain, comme vous avez pu le voir lors de l'assemblée générale. Ils y ont vu une critique de l'acquisition de SIKA alors qu'il s'agissait en réalité, à l'occasion de ce cas particulier – particulièrement exemplaire - d'ouvrir un débat sur une question de principe.

Crédit Agricole est un de vos autres dossiers de ce printemps

En termes d'enjeu financier, c'est le plus gros dossier sur lequel j'ai jamais été mandatée : les demandes de rachat de certificats coopératifs d'investissement (CCI) par des investisseurs institutionnels ainsi que par de nombreux porteurs individuels portent actuellement sur environ 750 M€. Pour mémoire, nous en venons à cette extrémité parce que les Caisses Régionales de crédit agricole, qui relèvent du statut de la coopération, ont invoqué le fait qu'elles n'ont pas l'obligation légale de respecter le principe d'égalité de traitement des actionnaires. Le rachat de la part de CASA par les Caisses Régionales s'est fait à 105% de l'actif net, quand les CCI s'échangent sur le marché avec une décote de 50 à 66% sur cet actif net. Mais,

Les agrégats comptables en normes IFRS ne sont pas adaptés à la mesure de la performance des dirigeants

Les intérêts du dirigeant et des actionnaires ne sont pas alignés.

L'invitée de la semaine

les porteurs de CCI n'imaginaient pas que le Crédit Agricole, qui avait commercialisé ces certificats via son propre réseau bancaire, allait refuser à ses clients de les traiter à égalité avec CASA

même si le statut de coopération ne prévoit pas de manière expresse l'égalité de traitement entre actionnaires, les porteurs de CCI n'imaginaient pas que le Crédit Agricole, qui avait commercialisé ces certificats via son propre réseau bancaire, allait refuser à ses clients de les traiter à égalité avec CASA. C'est pourtant ce qui s'est produit.

A quelle valeur demandez-vous le rachat ?

Nous demandons 100% de l'actif net. C'est un peu moins que ce qui a été retenu pour CASA, mais c'est ce qui est prévu par la loi et par le contrat d'émission.

Vous avancez deux points de droit

Nous nous plaçons en effet sur le terrain du droit, avec deux arguments. Le premier, c'est que ces certificats sont émis pour la durée des Caisses coopératives, c'est-à-dire une durée illimitée. Or, en droit français, tout contrat à durée illimitée ou indéterminée peut être rompu : c'est le cas par exemple des CDI. Notre second argument est que les sociétés coopératives sont à capital variable, et que dans les sociétés à capital variable les associés peuvent se retirer quand ils le souhaitent.

Ce serait une nouveauté pour le Crédit Agricole de racheter des certificats coopératifs d'investissement

En effet. Jusqu'à maintenant les Caisses Régionales qui les ont placés dans le public via leurs réseaux d'agences s'en servent comme d'un emprunt perpétuel. Les titres peuvent s'échanger entre porteurs sur le marché boursier, mais ne sont pas rachetés par l'émetteur, d'où leur décote par rapport à l'actif net. Les petits porteurs qui m'ont demandé de les défendre avaient, pour la plupart, fait confiance à leur banquier de proximité, au guichet, et n'avaient pas été alertés sur cette particularité. Il y a là pour le moins un défaut d'information.

Il y a là pour le moins un défaut d'information

Foncière de Paris, enfin, est le troisième dossier de ce printemps.

Foncière de Paris fait l'objet de deux offres publiques dont la seconde en date (celle de Gecina) propose un prix ou une valeur d'échange supérieure de 10% à 12% à celle de la première offre (celle d'Eurosic). Le libre jeu des enchères fait que normalement les actionnaires de la cible choisissent l'offre la plus élevée, c'est un principe fondamental du fonctionnement des marchés. Dans le cas de Foncière de Paris, ce principe se heurte au fait que certains de ses actionnaires (Allianz et Generali) ont déjà vendu leurs titres à Eurosic, et que plusieurs autres se sont engagés à lui apporter les leurs, nonobstant l'offre plus élevée de Gecina. Il faut dire que le fait que certains (COVEA et ACM Vie) aient des participations et des administrateurs croisés avec Eurosic expliquent qu'ils soient relativement insensibles au prix : ce qu'ils perdent d'un côté, ils font plus que le regagner de l'autre. En présence de cette situation très particulière, l'application du seuil de caducité risque de priver les minoritaires de Foncière de Paris du bénéfice de l'offre mieux-disante de Gecina. Ce serait tout à fait contraire au bon fonctionnement des marchés et à la protection des minoritaires. C'est pourquoi je vais saisir l'AMF au nom des actionnaires qui m'ont mandatée.

je vais saisir l'AMF au nom des actionnaires qui m'ont mandatée.

Pour conclure ...

Ces trois dossiers montrent que la gouvernance et le droit boursier sont des disciplines vivantes, appelées à évoluer au gré des cas qui se présentent, mais dans le respect des grands principes directeurs, comme le libre jeu des enchères et l'égalité de traitement des actionnaires et des dirigeants, qui assurent le bon fonctionnement des sociétés et du marché.

la gouvernance et le droit boursier sont des disciplines vivantes

BIOGRAPHIE

Colette Neuville est licenciée en droit, lauréate de la Faculté de Droit, diplômée de l'Institut d'Etudes Politiques de Paris, et diplômée d'Etudes Supérieures d'Economie politique et de Sciences économiques.

Elle a occupé des fonctions d'économiste pour l'OTAN, l'Office National des Irrigations (ONI) au Maroc et l'agence de Bassin de Loire Bretagne. Elle est Présidente fondatrice de l'ADAM (Association de Défense des Actionnaires Minoritaires), et membre de deux associations de défense des épargnants (la FAIDER et l'ARCAF). Elle est également membre de la commission de l'AMF « épargnants et actionnaires minoritaires ». Depuis 2009, elle est membre du Conseil de Gouvernance de l'école de management (« MBA ») de l'Université Panthéon Sorbonne, et depuis 2011, du Club des Présidents de Comités de Rémunérations de l'Institut Français des Administrateurs (IFA). Elle est Vice-Présidente du Groupe Eurotunnel depuis décembre 2014, après avoir intégré le Conseil de la société en 2007, assurant la Présidence du Comité de Nomination et de Rémunérations.