

Paris, le 22 août 2016

Monsieur le Secrétaire Général,

Nous nous permettons de revenir vers vous et vos Services sur le dossier SoLocal ; dossier sur lequel vous avez été alerté dès le mois de février dernier.

Nous vous faisons alors part de notre interrogation sur la communication du management de cette société : nous soupçonnions en effet celle-ci de viser à faire chuter le cours du titre bien en dessous de sa valeur économique réelle afin de préparer l'arrivée au capital d'un ou de plusieurs nouveaux investisseurs sur la base d'un prix de souscription totalement déconnecté de la réalité des chiffres opérationnels de la société et avec lesquels le management pourrait lui même négocier des stock options pour le moins avantageuses.

Pour mémoire, l'augmentation de capital à hauteur de 440 ME en mai 2014 a été effectuée sur la base d'un prix de souscription de 15 euros. Ce prix de souscription reposait, entre autres, sur une prévision d'EBITDA de 300 ME en 2015. Prix de souscription considéré d'ailleurs comme tellement bas que l'augmentation de capital a été sur-souscrite deux fois. A l'issue de cette opération, Monsieur Jean Pierre Rémy, alors PDG de la société, déclarait le 4 juin 2014 : « *Notre augmentation de capital est un vrai succès. Grâce à cette levée de fonds, le groupe a désormais les moyens de finaliser sa transformation digitale, déjà bien engagée, au profit de ses clients et de ses actionnaires (!!!!). Nous ouvrons ainsi une nouvelle page de notre histoire qui va nous permettre d'atteindre notre objectif de 75% de nos revenus sur internet en 2015 et d'accélérer le retour à la croissance (!!!) ».*

En mai 2015, la société encourageait ses salariés et anciens salariés à souscrire à une augmentation de capital sur la base d'un cours jugé privilégié de 16,80 euros, alors que l'action se traitait en bourse aux environs de 25 euros.

Lors de la publication en juin 2015 par Chevreux Kepler d'une étude valorisant SoLocal « à la casse » à 6 euros, la société n'a émis aucun communiqué à destination du marché hors une réponse lors de l'AG statuant sur les comptes de l'exercice 2014 ; alors que nous apprenons un an plus tard qu'elle a déposé une plainte auprès de vos Services sur des mouvements anormaux ayant précédé la publication de cette analyse. Cette information aurait pu, à elle seule, rassurer le marché si effectivement l'analyse de Kepler Chevreux relevait d'une manipulation organisée. Or, suite à la publication de cette étude, des premiers doutes ont commencé à saisir les investisseurs et le titre a entamé une première descente alors que Natixis valorisait la société à 30 euros par action.

Lors d'une rencontre informelle avec Monsieur Robert de Metz, Président de SoLocal, en février dernier, celui-ci m'a confirmé qu'il considérait l'analyse de Kepler Chevreux comme un « *tissu de non sens* », l'analyste de Kepler Chevreux n'ayant eu aucun contact avec la Direction de SoLocal et que le niveau de 6 euros auquel se traînait alors le cours de bourse sous valorisait significativement la société.

Pourquoi le management de la société n'a-t-il pas alors exprimé publiquement son opinion alors que l'analyse de Kepler Chevreux a sans doute provoqué une première chute anormale du cours de bourse ?

A fin juillet 2015, la société annonçait l'annulation par le Conseil d'État de son plan de Sauvegarde de l'Emploi qui datait de 2013 (298 personnes licenciées dans le cadre de ce PSE). Sans aucun commentaire d'accompagnement.

Début août 2015 et ensuite tout au long de ce même mois et des deux mois suivants, le cours continuait sa chute de façon régulière sans que la gouvernance de SoLocal ne trouve utile d'informer le marché sur la principale raison de cette chute : les ventes (concertées?) des deux principaux actionnaires, Amber et Paulson (respectivement 6,97% et 7,20% du capital) qui avaient acquis, de façon réservée, plus de 3 millions d'actions dans le cadre de l'augmentation de capital de mars 2014.

Or la question peut être légitimement posée de savoir si le marché n'a pas alors attribué cette chute du cours à une interrogation sur les conséquences financières de la remise en cause du PSE créant alors une nouvelle inquiétude s'ajoutant à celle provoquée par l'analyse de Kepler Chevreux.

La société était informée de ces ventes puisque ses statuts prévoient la déclaration de chaque franchissement de 1% du capital.

La question mérite également d'être posée d'une éventuelle information donnée par le management à Amber et Paulson sur le fait que n'ayant pas refinancé l'obligation de 350 ME à échéance de juin 2018, il envisageait de renégocier sa dette dans les mois suivants. Amber et Paulson ont-ils arbitré, en connaissance de cause, les actions pour acheter de la dette décotée ?

En novembre 2015, la société publiait des comptes trimestriels assez satisfaisants, se contentant pour les conséquences financières du PSE d'un alinéa en marge des comptes mais ne donnant aucun élément chiffré. Si bien qu'en décembre 2015, au moment du regroupement des actions (une action nouvelle pour 30 actions anciennes), le titre retrouvait quelques couleurs à plus de 9 euros.

Dans la seconde semaine de février 2016, sans qu'aucun « profit warning » n'ait préalablement été émis par la société, le marché est pour le moins « secoué » par la publication des comptes annuels 2015 et surtout par le communiqué qui les accompagne : bien que l'EBITDA soit légèrement supérieur à celui généralement attendu (270 ME versus 260 ME), le marché retient d'abord que le résultat n'est que de 27 ME au lieu des 60 ME attendus ; la différence venant d'une provision de 35 ME au titre de l'annulation du PSE.

Vous conviendrez que ce chiffre de 35 ME est loin d'être neutre. Il ne figure pas dans les comptes au 30 septembre 2015 alors que l'arrêt du Conseil d'État remonte à fin juillet 2015. Non seulement la société n'a émis aucun avertissement entre la publication de chiffres satisfaisants de novembre 2015 et la publication des chiffres annuels en février 2016, mais elle n'accompagne la publication de cette provision d'aucune explication chiffrée ni des recours possibles contre l'État, qui a avalisé le PSE, ni contre le syndicat Force Ouvrière, fautif de ne pas avoir formalisé la représentativité de son délégué confédéral (alors qu'apparemment le service juridique de SoLocal étudie la possibilité de ces recours éventuels en cas de mise en jeu de tout ou partie de la provision).

Comme si cela ne suffisait pas pour inquiéter les investisseurs, la société accompagne cette publication d'une phrase pour le moins anxiogène concernant les perspectives 2016 : « *les perspectives dépendront des options de refinancement* ». En quoi l'activité des 10 prochains mois dépend-elle des options de refinancement de la dette ???? Aucun avertissement antérieur n'ayant par ailleurs été donné sur le problème susceptible d'être posé par une dette dont l'échéance était encore à plus de deux ans, voire à 4 ans pour les deux tiers de celle-ci, si d'ici mars 2018 un refinancement était trouvé pour l'obligation de 350 ME à échéance de juin 2018 !

Nous nous interrogeons au passage sur la pertinence de cette renégociation de 2014 qui a coûté si cher en conseils divers puisque deux ans après elle est obsolète.

Résultat de cette publication de chiffres totalement inattendus au vu des chiffres donnés sur les neuf premiers mois de l'année 2015, et du commentaire les accompagnant, le cours chute de près de 50% en deux séances alors qu'il était déjà à 40% du prix de souscription de l'augmentation de capital de 2014.

Contacté, le service communication de la société répondait invariablement : « *la société n'a pas pour habitude de commenter le cours de son action* ». Depuis, à plusieurs reprises, Monsieur Rémy nous a affirmé qu'il avait été surpris par la réaction du marché et qu'il n'avait absolument pas anticipé une telle chute. Si c'est le cas pourquoi n'a-t-il pas jugé utile de publier un communiqué explicatif qui aurait rassuré les épargnants actionnaires de la société ???

Il aura fallu la mobilisation, inédite et quasi spontanée, de plusieurs centaines d'actionnaires de la société qui ont vu leur épargne ruinée (le profil de l'actionnaire individuel chez SoLocal est assez particulier et nombreux sont les actionnaires qui, pour des raisons historiques, considéraient l'investissement dans SoLocal comme un investissement de « père de famille » et y avaient investi une part très significative de leur épargne, souvent dans le cadre de PEA-PME et sur les conseils de leur chargé de compte) pour que la société finisse par publier un communiqué de plus de deux pages annonçant la création d'un comité consultatif d'actionnaires ; sans toutefois que ce communiqué n'apporte la moindre information utile à la compréhension des raisons de la chute du cours et à celles des perspectives réelles de la société.

Le communiqué d'avril 2016, dans ce contexte, semble étrange : « *le Conseil d'administration constate que les objectifs fixés pour 2015 au management ont été remplis à hauteur de 120%* » : ces objectifs ont été probablement fixés dans le dernier trimestre 2014, c'est à dire quasiment dans la foulée de l'augmentation de capital de mai 2014 à l'issue de laquelle le management assurait que désormais la société était sur de bons rails. Quels sont ces objectifs réalisés à hauteur de 120 % et permettant au management de recevoir la quasi intégralité de sa prime variable, soit le doublement de leur salaire (10% abandonnés par solidarité avec l'actionnariat...) pour que dans le même temps le cours chute de 85% par rapport à son niveau de mai 2015 ou 75% par rapport au prix de souscription de mars 2014 ??? La chute du cours est-elle logiquement explicable par les chiffres opérationnels de la société ou résulte-t-elle de la communication anxiogène de la société ?

Une autre surprise : une provision de 1 640 ME sur la filiale Pages Jaunes passée quasiment sous silence dans les comptes sociaux 2015 de la société. Aucune explication n'a été fournie sur cette provision dont le montant est pour le moins significatif et alors que la situation n'est pas beaucoup différente de ce qu'elle était en mai 2014 : l'information donnée en 2014 était-elle fautive ou bien en passant cette provision le management ne préparait-il pas déjà la possibilité d'une augmentation de capital en dessous du nominal de la société ?

Sur invitation de messieurs de Metz et Rémy, le président de l'Association RegroupementPPLOCAL, Alexandre Loussert, s'est rendu, courant mai, dans les bureaux de la société et s'est vu confirmer la tenue à fin juin de l'Assemblée Générale destinée à approuver les comptes 2015 (comptes sur lesquels de nombreux actionnaires ont posé des questions pertinentes, dont vous avez été copie, et qui n'ont reçu aucune réponse de la part de la Direction de SoLocal).

Or sans que rien ne le justifie, nous apprenons par un communiqué que la société a demandé le report de l'Assemblée Générale destinée à approuver ces comptes 2015, afin de la combiner avec une AGE à laquelle serait présenté les lignes d'un plan « de réduction drastique de la dette et d'une dilution massive des actionnaires » ; il n'en fallait pas plus pour que le titre plonge à nouveau...

Quelques jours plus tard, un nouveau communiqué nous apprend que la société ne respectera pas ses covenants bancaires dans les mois à venir et a demandé la nomination d'un mandataire ad hoc en vue d'une négociation avec les créanciers et que la désignation de ce mandataire ad hoc entraîne de facto l'exigibilité de l'obligation de 350 ME à échéance de juin 2018.

Il est intéressant de noter que la société découvre brutalement que ses covenants bancaires ne seront pas respectés, le communiqué précédent indiquant seulement qu'ils ont été respectés mais gênent le développement de la société ; mais surtout l'annonce de cette exigibilité immédiate provoque une nouvelle rechute du cours. C'est seulement quelques jours plus tard que nous apprenons fortuitement, à l'occasion d'un rendez-vous chez le mandataire ad hoc, Monsieur Abitbol, qu'en droit français, cette exigibilité ne s'applique pas. Monsieur Abitbol d'ailleurs ne nous a pas caché son étonnement sur cette information ; sauf erreur de notre part, aucune rectification n'a, depuis, été émise par le management de la société. Monsieur de Metz auquel il en était fait part lors d'une rencontre dans les locaux du Tribunal de Nanterre a répondu qu'il fallait savoir lire entre les lignes du communiqué ! Nous ne sommes pas certains que le marché ait su lire « entre les lignes » et que la transparence de l'information en soit sortie gagnante.

Nous maintenons que toute l'information donnée par la gouvernance de la société, gouvernance qui implique la totalité des membres du conseil d'administration et la Direction générale de la société, a été volontairement orientée pour permettre l'entrée d'un ou plusieurs nouveaux investisseurs sur la base d'un prix de l'action totalement déconnecté de la valeur économique réelle de celle-ci. Monsieur Rémy a d'ailleurs admis avoir mandaté la Banque Lazard pour trouver de nouveaux actionnaires. Démarche quand même étonnante alors que les actionnaires auxquels il a été demandé d'apporter 440 ME moins de deux ans plus tôt, sur la base de 15 euros par action, n'ont même pas été consultés sur la nécessité de chercher de nouveaux actionnaires et sur quelle base de prix d'entrée.

A l'exception de Monsieur de Metz qui a sans doute réinvesti dans SoLocal les honoraires de sa mission de conseil au titre de l'augmentation de capital de 2014, aucun actionnaire significatif n'est présent au conseil d'administration de la société et les administrateurs n'ont quasiment aucun risque significatif dans le capital de la société.

Alors que le Tribunal de commerce de Nanterre a donné droit à la tierce opposition formulée par les soussignés et l'association RegroupementPPLOCAL, la gouvernance de la société a de toute urgence, et en dépit de la nomination d'un nouveau mandataire, annoncé, dans la foulée de la décision du tribunal de commerce, la conclusion d'un accord avec les principaux créanciers ; accord dont les termes sont absolument stupéfiants au regard de la valeur économique de la société.

Interrogé à trois reprises, en juillet, sur la valeur d'entreprise « en l'état actuel », Monsieur Rémy nous a donné la fourchette 1,500 ME/1,600 ME, soit après déduction de la dette de 1,100 ME, une valeur résiduelle de 400 ME/500 ME pour les 40 millions d'actions constituant le capital de la société, soit 10/12,5 euros par action. Ce chiffre est cohérent avec celui du prix de l'augmentation de capital de 15 euros en mars 2014 si l'on considère que ce prix de 15 euros reposait sur une prévision d'EBITDA de 300 ME en 2015 alors que l'EBITDA n'a été « que de » 270 ME et sera sans doute stabilisé pour les prochaines années à 200/220 ME. Pour mémoire, Natixis valorisait encore en juin dernier l'action SoLocal à 30 euros et c'est seulement après avoir pris connaissance des conditions du plan de restructuration de la dette qu'elle a abaissé sa valorisation à 7 euros.

Nous sommes donc assez éloignés du prix de souscription de 1 euro proposé par le management dans son actuel projet de Plan pour une nouvelle augmentation de capital de 400 ME ; l'argument consistant à avancer que les actionnaires ont un droit préférentiel à y souscrire est totalement fallacieux, dans la mesure où la très grande majorité des actionnaires (individuels à hauteur de probablement plus de 85% du capital) ont été quasiment ruinés par la chute vertigineuse du cours boursier et seront incapables d'y souscrire.

Les investisseurs trouvés par la Banque Lazard attendent probablement « l'arme au pied » de pouvoir souscrire ce qui ne sera pas souscrit par les actionnaires individuels.

Les conditions accordées aux créanciers sont également stupéfiantes :

- transformation de 400 ME de créances sur la base d'un cours de 4,80 euros soit moins de 2,5/3 fois la valeur économique de l'action.
- mais substitution aux actionnaires individuels sur une base de 1 euro si ceux-ci ne souscrivent pas, à cela rajoutée la possibilité de détenir des BSA d'une durée de 5 ans exerçables à 2 euros quand les actionnaires historiques recevront des BSA exerçables pendant 2 ans uniquement...

Un tableau récapitulatif des conditions peut, si vous le souhaitez, vous être transmis ; il montre qu'il s'agit en fait d'une prise de contrôle déguisée et à bon compte de la société, puisque si par impossible 70% des actionnaires actuels souscrivaient, ils ne détiendraient plus que 45% de la société après exercice des BSA accordés aux créanciers.

Une prise de contrôle dont la gouvernance de la société ne peut pas ne pas être consciente, voire complice.

La Direction de la société précise dans son communiqué portant sur « son » plan, qu'elle a reçu le soutien de ses quatre principaux actionnaires :

- A notre meilleure connaissance, seuls deux actionnaires, fin juillet, dépassaient légèrement le seuil de 5% : le Fond tricolore d'Edmond de Rothschild et DNCA. Ni l'un ni l'autre ne sont représentés au Conseil d'administration. Si l'information donnée dans ce communiqué est véridique : qui sont les deux autres actionnaires et à quel titre ces quatre actionnaires ont-ils reçu une information privilégiée de la part de la Direction de la société. Alors que, sauf erreur de ma part, le comité consultatif des actionnaires, créé ad hoc en mars dernier, n'a même pas été consulté sur les grandes lignes de ce plan !!!
- Par ailleurs quid des actionnaires également créanciers ? les deux dirigeants de DNCA rencontrés début juillet, dans leurs bureaux, ont dit qu'effectivement ils s'étaient interrogés sur le fait de savoir « si le management n'essayait pas d'organiser un hold up sur la société », ont indiqué qu'ils devaient arbitrer entre leur position de créancier et celle d'actionnaire ; il est clair qu'ils ont privilégié la première position. Est-il équitable, dans ces conditions, qu'ils puissent utiliser leurs droits de vote en Assemblée générale extraordinaire pour favoriser leur position de créancier ?

Nous comprenons parfaitement qu'il n'appartient pas à l'AMF de s'impliquer dans le choix de telle ou telle solution financière. En revanche la manipulation de l'information, son manque de transparence, l'inégalité de traitement entre les actionnaires au niveau de cette information, la prise de contrôle déguisée à un prix totalement déconnecté de la réalité économique, sont sans doute des sujets qui, concernant SoLocal Group, devraient interpeller vos Services.

Par ailleurs, nous n'avons toujours, à ce jour, aucune date pour la tenue de l'Assemblée générale ordinaire destinée à approuver les comptes de l'exercice 2015, ce qui est pour le moins inhabituel dans une société cotée de cette importance ! Ceux-ci ont été approuvés par le conseil d'administration après audit des commissaires aux comptes ; le document de référence est disponible. Rien ne peut justifier que la tenue d'une AGE destinée à entériner ou non un plan de restructuration de la dette serve de repère pour la tenue de l'AGO devant statuer sur les comptes 2015 et sur le quitus à accorder au management.

Sans doute l'incontestable autorité dont jouit l'AMF devrait-elle permettre de rappeler au Président et à chacun des membres du Conseil d'administration de la société son devoir de loyauté à l'égard des actionnaires et sa responsabilité personnelle dans l'exercice de son mandat. Nous demandons formellement l'ouverture d'une enquête sur la communication financière de la société et sur le marché du titre.

Veillez agréer, Monsieur le Secrétaire général, l'assurance de notre parfaite considération.

L'Association RegroupementPPLOCAL

Alexandre Loussert    François-Xavier Barbier    Raphaël Smila    Baudoin de Pimodan

*Copie : Monsieur Gérard Rameix, AMF*