

Paris, le 24 avril 2012

## **Synthèse des réponses à la consultation publique du 9 décembre 2011 portant sur des propositions de modification de certaines dispositions relatives aux offres publiques d'acquisition**

L'AMF a mis en consultation publique du 9 décembre 2011 au 31 janvier 2012 une série de propositions de modifications de son règlement général sur les offres publiques d'acquisition (Titre III du Livre II) :

- l'introduction à l'article 231-9 d'un seuil de caducité automatique de 50% applicable à toutes les offres volontaires relevant de la procédure normale<sup>1</sup> (§ I) ;
- l'extension de la condition suspensive liée à l'examen des autorités de la concurrence européennes et américaines visée à l'article 231-11 à toute procédure d'autorisation antitrust d'un autre État, sous réserve d'un test de matérialité (§ II) ;
- l'introduction sur Alternext de deux cas de dérogation supplémentaires au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique, et l'opportunité de créer une dérogation lorsque le seuil de 50% est franchi dans le cadre d'une offre volontaire non soumise au contrôle de l'AMF (§ III) ;
- l'autorisation, sous certaines conditions, pour l'initiateur d'une offre comportant en tout ou partie la remise de titres, de poursuivre l'exécution d'un programme de rachat d'actions pendant les périodes d'offre et de préoffre (§ IV) ;
- quelques modifications de moindre importance (clarifications, reformulations, mises en cohérence), notamment s'agissant des règles de reporting en période d'offre et de préoffre (§ V).

L'AMF a reçu au total **29 réponses**, qui se répartissent de la manière suivante : 15 cabinets d'avocats, 5 banques, 6 associations professionnelles, 2 investisseurs et 1 émetteur.

Les contributions des participants à la consultation et les options retenues par le Collège compte tenu de ces réponses sont présentées ci-après. Pour chaque thème abordé, un encadré liminaire rappelle de manière synthétique la teneur de la proposition soumise à consultation.

**Seuls les développements placés sous en-tête « Options retenues par le Collège de l'AMF » reflètent la position de l'AMF sur les questions développées ci-après.**

---

<sup>1</sup> Pour désigner le seuil de détention à l'issue d'une offre qui, s'il n'est pas atteint, rend l'offre caduque, on a recours dans ce qui suit aux deux termes suivants : (i) le « **seuil de renonciation** », pour le seuil libellé librement par l'initiateur en application de l'article 231-9 actuel du règlement général, et (ii) le « **seuil de caducité** », dont l'introduction a fait l'objet de la consultation publique, pour le seuil intangible, non fixé par l'initiateur, qui s'impose à lui quelles que soient les conditions auxquelles son offre est libellée (en particulier, qu'il ait ou non assorti son offre d'un seuil de renonciation).

## **I. SEUIL DE CADUCITE AUTOMATIQUE POUR TOUTE OFFRE DE PRISE DE CONTROLE**

Il était proposé de modifier l'article 231-9, relatif au seuil de renonciation dont l'initiateur est libre d'assortir son offre, en introduisant le principe d'un « seuil de caducité » fixé à 50% à l'issue de l'offre, applicable à toute offre volontaire de procédure normale. L'offre sera caduque de plein droit si ce seuil de détention (calculé sur la base du capital existant et des droits de vote attachés à la date de clôture de l'offre) n'est pas atteint à l'issue de l'offre. Le seuil de caducité proposé ne sera pas exclusif du seuil de renonciation lequel pourra toujours être libellé par l'initiateur s'il le souhaite, à un niveau plus élevé que 50% le cas échéant.

Avec un seuil de caducité de 50%, l'offre débouchera nécessairement sur une situation claire d'acquisition du contrôle de la société visée par l'initiateur : celui-ci ne pourra acquérir les actions visées qu'à condition que le taux d'apport lui octroie le contrôle de la cible. Ainsi, le résultat de l'offre sera sans ambiguïté pour le marché, pour la société visée et ses actionnaires.

Le seuil de caducité de 50% ne s'appliquera pas aux offres de procédure normale déposées à titre obligatoire, les actionnaires de la société visée devant pouvoir bénéficier d'une liquidité indépendamment du taux d'apport à l'offre. Il ne s'appliquera pas non plus aux offres de procédure simplifiée puisque, dans de telles offres, l'initiateur détient déjà plus de 50% du capital et des droits de vote de la cible.

Le texte de la consultation publique interrogeait également les participants sur les points suivants :

- Faut-il prévoir des cas de dispense d'application du seuil de caducité, et si oui lesquels ? L'AMF peut-elle disposer d'une latitude pour, dans des cas exceptionnels, exonérer l'initiateur de ce seuil. ?
- Faut-il prévoir des exceptions à la règle de l'article 232-14 1<sup>er</sup> al., qui prévoit que l'initiateur d'une offre soumise à une condition suspensive n'est pas autorisé à intervenir à l'achat sur les titres visés pendant la période d'offre ? Si rien n'est prévu en la matière, cette interdiction d'intervention s'appliquera à l'initiateur d'une offre soumise au seuil de caducité.

A titre préliminaire, quelques participants soulignent que cette réforme ne concernera qu'un très petit nombre de cas en pratique, puisque seules les offres de procédure normale – lesquelles représentent entre 10% et 20% des offres ouvertes chaque année sur les 10 dernières années – sont visées par la mesure. Ainsi, plus de 80% des offres publiques soumises chaque année au contrôle de l'AMF ne sont pas concernées par la réforme objet de la consultation, qui vise à traiter des cas peu fréquents.

La question du seuil de caducité ne suscite pas de consensus et donne lieu à des positions très contrastées, que ce soit chez les émetteurs ou chez les conseils juridiques et financiers. Les arguments pour et contre soulevés dans les réponses à la consultation sont présentés ci-après aux § 1, 2 et 3.

Les participants soutiennent généralement le souci de l'AMF d'adapter les règles d'OPA afin de privilégier la clarté de l'issue de l'offre pour le marché et de lutter contre les stratégies de contrôle rampant, principe sous-jacent de la réforme proposée. Toutefois, après analyse, les participants se répartissent en deux groupes de taille égale : ceux qui soutiennent la mesure, le cas échéant en suggérant certains aménagements qu'ils jugent indispensables (11 participants), et ceux qui la rejettent en soulignant ses effets pervers potentiels ou certaines limites (11 participants également), les 7 autres participants ne prenant pas position de façon claire sur la question.

L'une des idées récurrentes qui ressort des réponses favorables à la mesure est que si l'AMF estime cette introduction souhaitable pour les offres volontaires, au vu des cas concrets qu'elle a pu rencontrer, alors elle doit également étendre le seuil de caducité aux offres obligatoires, à défaut de quoi le maintien du statu quo serait préférable (cf. § 1.3).

Quatre associations professionnelles demandent à l'AMF d'organiser un groupe de travail sur la question.

S'agissant des modalités de calcul du seuil de 50%, les participants, à quelques exceptions près, comprennent la logique qui conduit l'AMF à proposer un seuil défini en capital ou en droits de vote, pour

tenir compte de la situation particulière des sociétés à droits de vote double. Un participant recommande que le calcul du seuil de 50% se fasse en excluant les actions auto-détenues et d'autocontrôle.

### **I.1. ARGUMENTS POUR L'INTRODUCTION DU SEUIL DE CADUCITE EN OFFRE VOLONTAIRE**

- 1.1.1 Le seuil de caducité automatique est conforme aux principes fondamentaux des offres publiques :
- c'est un gage de visibilité pour les actionnaires sur l'issue de l'offre. En cela, il sert les principes de transparence et d'intégrité du marché.
  - il est cohérent avec la logique de la directive OPA, dont l'article 2.1 définit l'offre publique d'acquisition comme une offre faite publiquement aux détenteurs des titres d'une société, à condition qu'elle ait pour objectif l'acquisition par l'initiateur du contrôle de la société visée au sens du droit national concerné. Une offre volontaire de procédure normale a pour objet essentiel la prise de contrôle de la cible. Pour le bénéfice de tous, une telle offre doit donc déboucher sur une situation de prise de contrôle claire et, à défaut, ne pas avoir de suite positive.
- 1.1.2 Le seuil de caducité automatique aura des effets vertueux sur la fixation du prix d'offre par l'initiateur et sur les intérêts des actionnaires visés par l'offre :
- il s'agit d'une mesure « auto-disciplinante » en ce qu'elle incite l'initiateur à offrir une prime de contrôle aux actionnaires de la société visée dont il souhaite prendre le contrôle, afin de maximiser ses chances de franchir le seuil de 50% à l'issue de l'offre.
  - il s'inscrit dans la logique du désengagement par l'AMF du contrôle du prix des offres volontaires. Dans la mesure où l'AMF n'exerce pas de contrôle sur le prix des offres publiques volontaires, cette mesure est importante pour protéger les actionnaires minoritaires qui décident de ne pas apporter leurs titres aux conditions proposées par l'initiateur s'ils ne les jugent pas satisfaisantes : ils ne risquent pas ainsi d'encourir une baisse de la liquidité de leurs titres puisque les titres apportés seront restitués aux actionnaires si le seuil de 50% n'est pas atteint.
  - les actionnaires bénéficient de l'appréciation de l'offre par le marché : si un actionnaire apporte à l'offre, et que celle-ci échoue du fait d'un taux d'apport insuffisant, celui-ci n'est finalement pas contraint de céder ses titres à un prix que le marché a majoritairement considéré comme non attractif. Autrement dit, si un actionnaire est « à contre-courant » en apportant ses titres, alors que le marché « vote contre l'offre », on lui rend ses titres et on lui évite de céder à un prix insuffisant.
- 1.1.3 L'instauration du seuil de caducité automatique est de nature à décourager les tentatives de prise de contrôle rampante au-delà de 30% :
- il permet d'éviter les situations préjudiciables à la cible et au marché dans lesquelles l'initiateur échoue à prendre le contrôle de la société visée et reste détenteur d'une participation comprise entre 30% et 50%, qui lui assure un contrôle de fait (alors même que le prix offert n'a pas été considéré par le marché comme suffisant) et lui permet de progresser ensuite au capital dans la limite de 2% par an sans déposer d'offre publique.
  - il permet de contrarier les « offres de ramassage » dans lesquelles un initiateur ne libelle pas de seuil de renonciation et propose un prix peu élevé lui permettant de franchir 30% à bon compte par achats sur le marché (de tels achats étant autorisés par le règlement général en l'absence de condition suspensive à l'offre).
- 1.1.4 Enfin, cette mesure rapprocherait le droit des offres français du modèle britannique, où le principe selon lequel une offre ne doit avoir de suite positive que si elle conduit l'initiateur à détenir au moins 50% des droits de vote de la société visée figure dans le Takeover Code depuis 1968.

## **I.2. ARGUMENTS CONTRE L'INTRODUCTION DU SEUIL DE CADUCITE EN OFFRE VOLONTAIRE**

- 1.2.1 La mesure pourrait conduire à une diminution du nombre d'offres publiques en France, en particulier les offres non sollicitées :
- par son caractère systématique, le seuil de caducité est susceptible de décourager le dépôt d'offres publiques volontaires et de priver ainsi le marché d'une source de liquidité.
  - ce seuil aura pour effet de ne pas encourager, si ce n'est décourager, les offres publiques volontaires hostiles, en rendant leur succès plus aléatoire et en renforçant les chances de succès des mesures défensives qui peuvent être prises par les actionnaires. Il suffira de fédérer un bloc d'opposants pour rendre plus difficile la conquête d'une majorité du flottant.
  - il contrariera la stratégie de tout investisseur souhaitant, via le dépôt d'une offre publique, devenir un actionnaire significatif sans volonté impérative de prise de contrôle, et risque d'inciter cet investisseur à privilégier l'achat de blocs, au détriment de la transparence que permet une offre volontaire.
- 1.2.2 Le seuil de caducité automatique serait contraire à l'intérêt des actionnaires des sociétés cibles dans la mesure où son mécanisme est susceptible de les priver de la liquidité offerte par l'initiateur :
- le seuil de caducité remet en cause la faculté des actionnaires qui le souhaitent d'obtenir une liquidité pour leurs titres : ils peuvent se voir refuser une liquidité à un prix qu'ils sont pourtant prêts à accepter. Le seuil prive ceux des actionnaires dont le marché ne peut aisément absorber la participation de la liquidité que procure une offre non conditionnelle.
- A noter toutefois qu'un participant prend le contrepied de cet argument, qu'il juge inopérant dans la mesure où la liquidité est tout autant remise en cause lorsque l'initiateur stipule un seuil de renonciation, ce que la réglementation n'interdit pas. Il souligne en outre que les actionnaires minoritaires disposent en pratique de la possibilité de céder leurs titres sur le marché à des niveaux généralement proches du prix de l'offre.
- Le dispositif revient à nier le libre arbitre de l'actionnaire, en lui interdisant de céder ses titres à un prix qui lui convient dès lors que le marché dans son ensemble a une opinion différente sur le prix. A cet égard, introduire dans la réglementation une caducité automatique en deçà d'un seuil de réussite de 50% revient en fait à ne considérer une offre volontaire comme légitime que si son prix est ratifié a posteriori par des actionnaires représentant la majorité du capital ou des droits de vote.
- 1.2.3 Le seuil de caducité serait de nature à perturber le bon fonctionnement du marché dans la mesure où la possibilité que l'offre devienne caduque, en l'absence de perspective de contre-offre, risque d'inciter des actionnaires qui souhaitent absolument vendre à céder leurs titres sur le marché à un prix plus bas que le prix d'offre. Il peut en résulter un élargissement de l'écart entre le prix de marché et le prix de l'offre.
- 1.2.4 L'AMF dispose déjà de la faculté d'imposer un seuil de renonciation au regard des objectifs et intentions de l'initiateur<sup>2</sup>. Mieux vaudrait prévoir explicitement la faculté de l'AMF d'imposer un seuil de caducité au cas par cas, lequel ne serait d'ailleurs pas nécessairement 50% mais pourrait être fixé selon les circonstances de l'espèce.
- 1.2.5 Enfin, le seuil de caducité automatique, s'il n'est appliqué qu'aux offres publiques volontaires, risque de créer une distorsion entre le régime de l'offre obligatoire et celui de l'offre volontaire. Un actionnaire détenteur d'une participation inférieure à 30%, mais proche de ce seuil, et souhaitant prendre le contrôle de la société, pourrait se placer délibérément en situation d'offre obligatoire (en rachetant un bloc minoritaire à un prix dépourvu de prime, ou en se déclarant de concert avec un tiers de sorte à franchir 30%) pour ne pas être soumis au seuil de caducité.

---

<sup>2</sup> Cf. notamment les rapports annuels 2009 (p.142) et 2010 (p.153) de l'AMF.

Cet argument est soulevé par la quasi-totalité des participants à la consultation et présenté comme le principal effet pervers de l'introduction du seuil de caducité proposé par l'AMF. Il est plus longuement détaillé au paragraphe qui suit.

### **I.3. LA QUESTION DE L'EXTENSION DU SEUIL DE CADUCITE AUX OFFRES OBLIGATOIRES**

On rappelle que la position prise par l'AMF dans le texte de la consultation publique était de considérer que le seuil de caducité de 50% ne devrait pas s'appliquer aux offres de procédure normale déposées à titre obligatoire, les actionnaires de la société visée devant alors pouvoir bénéficier d'une liquidité indépendamment du taux d'apport à l'offre.

- 1.3.1 Les participants estiment que le fait que le régime de l'offre obligatoire et celui de l'offre volontaire ne soient pas traités à l'identique s'agissant du seuil de caducité risque selon eux d'entraîner des effets pervers :
- cette disparité de traitement sera propice à des stratégies de contournement : un initiateur hostile, contrarié par l'introduction dans la réglementation d'une caducité obligatoire en offre volontaire, sera tenté de franchir le seuil de 30%, par acquisition de blocs, ramassage, ou simplement par la constitution d'un concert de circonstance, afin de se placer sous le régime de l'offre obligatoire et se mettre ainsi à l'abri de la caducité réglementaire frappant les offres volontaires. Dans ce scénario, le prix de cette offre obligatoire – qui doit être égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur ou les personnes agissant de concert avec lui dans la période de 12 mois antérieurs – risque fort de ne pas inclure de prime de contrôle.
  - il y aurait une incohérence entre les deux régimes : si le seuil de caducité n'est applicable qu'aux offres volontaires, alors l'atteinte d'une détention de 45% serait interdite à l'issue d'une offre volontaire (au motif que l'initiateur n'aurait pas atteint 50%), mais serait permise au résultat d'une offre obligatoire, censée sanctionner une prise de contrôle. L'objectif d'aboutir à un contrôle clair, ou à une absence de contrôle, à l'issue de l'offre, doit être commun à toutes les offres, qu'elles soient volontaires ou obligatoires. Il convient donc d'harmoniser les deux régimes.
- 1.3.2 L'exemple de la Grande-Bretagne est également cité : on y applique le seuil de caducité en cas d'offre volontaire (Rule 10 du Takeover Code) ainsi qu'en cas d'offre obligatoire (Rule 9.3), ce qui vise à empêcher les prises de contrôle de fait sans paiement d'une prime aux actionnaires.
- 1.3.3 Une fois ce constat fait, plusieurs participants se déclarent opposés au principe d'un seuil de caducité en offre obligatoire au motif que les actionnaires de la société visée doivent pouvoir bénéficier d'une liquidité indépendamment du taux d'apport à l'offre publique. Logiquement, ils se déclarent donc contre la mesure aussi bien en offre volontaire qu'en offre obligatoire.
- 1.3.4 En revanche, les partisans de l'extension du seuil de caducité aux offres obligatoires estiment que la logique qui sous-tend le seuil de caducité en offre obligatoire est « plus forte » que le principe selon lequel, en offre obligatoire, les actionnaires doivent bénéficier d'une liquidité à tout prix. En effet, appliquer le seuil de caducité dans les offres obligatoires est de nature à garantir aux minoritaires (i) qu'ils recevront une vraie prime de contrôle en cas d'atteinte du seuil de 50% (succès de l'offre), ou à l'inverse (ii) qu'ils ne seront pas exposés à une diminution de la liquidité du marché de leurs titres en cas de non atteinte du seuil de 50% par l'initiateur puisqu'ils se verront restituer leurs titres en cas d'offre caduque.
- 1.3.5 La question du seuil de caducité en offre obligatoire conduit également plusieurs participants à s'interroger sur l'opportunité de restreindre, voire de supprimer, la vitesse d'acquisition maximale entre 30% et 50%, actuellement fixée à 2% par an. Ils laissent ainsi entendre que cette réduction (ou suppression) serait un moyen judicieux de parachever la réforme de l'introduction du seuil de caducité :
- la réduction du quantum de l'excès de vitesse (de 2% à 1%) serait une mesure appropriée pour contrer les prises de contrôle rampantes ;

- en Grande-Bretagne, où ce quantum a été ramené à 0% en 1998, toute personne qui détient entre 30 et 50% d'une société cotée ne peut monter au capital sans lancer d'offre publique : l'acquisition d'une seule action la place en situation d'offre obligatoire. De ce fait, le système britannique empêche efficacement les situations de contrôle rampant, ce qui n'est pas le cas du système français, qui tolère une vitesse d'acquisition de 2% par an entre 30 et 50%. Il y a une cohérence évidente, dans le système britannique, entre cette règle et le fait que l'offre obligatoire est soumise au seuil de caducité de 50%.
- l'actionnaire qui vient à détenir une participation comprise entre 30% et 50% au résultat d'une offre publique sanctionnée par un échec (seuil de 50% non atteint) devrait se voir interdire d'augmenter sa participation à l'issue de son offre, sauf à déposer une nouvelle offre publique obligatoire.

1.3.6 Enfin, certains participants s'interrogent sur les obligations ou les restrictions qui pourraient être imposées à l'initiateur d'une offre obligatoire déclarée caduque, faute d'atteinte du seuil de 50%. Outre la réduction ou la suppression de la vitesse d'acquisition maximale précédemment mentionnée, ils suggèrent par exemple :

- que la fraction excédant 30% détenue par l'actionnaire dont l'offre publique obligatoire a échoué (et qui, par conséquent, détient entre 30% et 50%) soit privée de droits de vote ;
- que cet actionnaire soit contraint par la loi de céder la fraction excédant 30% dans un certain délai. A cet égard, l'un des participants reconnaît qu'il s'agirait là d'une contrainte lourde (notamment si les titres de la cible sont peu liquides, ce qui rendrait difficile le reclassement des titres en excès de 30%), mais que des obligations similaires existent dans d'autres circonstances (obligations de désinvestissement dans les procédures de contrôle des concentrations par exemple). Il appartiendrait alors à l'initiateur, lors de la fixation du prix de l'offre obligatoire, de peser le risque lié à une éventuelle obligation de désinvestissement.

#### **I.4. LES CAS D'EXONERATION DU SEUIL DE CADUCITE**

Les participants remarquent que le Takeover Code britannique prévoit explicitement la faculté pour le Takeover Panel d'exonérer l'initiateur du seuil de caducité, si des circonstances exceptionnelles le justifient, et ce aussi bien en offre volontaire qu'en offre obligatoire.

La majorité des participants (13 en faveur, 5 contre) s'exprimant sur la question juge souhaitable que l'AMF s'octroie également la faculté de déroger au seuil de caducité et précise les cas dans lesquels une telle exemption pourrait être demandée par l'initiateur. Quatre cas d'exemption du seuil de caducité sont suggérés par les participants :

- l'atteinte du seuil de 50% est impossible, compte tenu d'engagements de non apport à l'offre conclus avec l'initiateur ou du fait que la société visée est déjà contrôlée par un tiers ;
- plusieurs offres concurrentes sont ouvertes simultanément : une compétition entre plusieurs initiateurs devant permettre « naturellement » de faire ressortir une prime de contrôle pour les actionnaires visés, le seuil de caducité perd alors de son utilité ;
- des dispositions législatives ou statutaires interdisent une prise de contrôle majoritaire (cas des sociétés du secteur audiovisuel dont la loi interdit toute détention excédant 50% du capital ou des droits de vote) ;
- la société visée est une société en commandite par action (le contrôle de ce type de société ne dépend pas du pourcentage de participation).

#### **I.5. LA QUESTION DES INTERVENTIONS PAR L'INITIATEUR SUR LE MARCHÉ**

1.5.1 Plusieurs participants (8 au total) estiment que l'initiateur d'une offre publique qui ne serait soumise qu'au seuil de caducité (autrement dit, une offre non assortie d'un seuil de renonciation ou d'une condition

suspensive antitrust) doit pouvoir intervenir librement à l'achat sur les titres de la société visée, en parallèle de la procédure centralisée par NYSE Euronext :

- les règles actuelles restreignent la capacité d'action de l'initiateur vis-à-vis notamment (i) de tiers susceptibles de mettre en œuvre une offre concurrente et souhaitant se constituer une position visant à faire échouer l'offre ou (ii) de hedge funds désireux d'acquérir une participation permettant de faire échec à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ; l'initiateur devrait pouvoir disposer de la faculté de « sécuriser » son offre à travers des interventions sur le marché ; il devrait disposer de tous les moyens pouvant conduire au succès de son offre ;
- il convient, en offre hostile, de maintenir un certain équilibre entre l'initiateur et la cible lorsque cette dernière cherche à mettre en œuvre des mesures de défense et convoque à cette fin l'assemblée générale de ses actionnaires : dans ce cas, l'initiateur devrait pouvoir renforcer sa position au capital de la cible afin de peser sur le vote de l'assemblée générale ;
- une interdiction d'intervention totale, même lorsque l'offre publique n'est soumise qu'au seuil de caducité, risque d'inciter l'initiateur à procéder à des acquisitions préparatoires avant l'annonce de l'offre (ramassage), afin de sécuriser sa position au capital, ce qui n'est pas sain.

1.5.2 Deux participants soutiennent le principe de la liberté d'intervention mais admettent que celle-ci puisse néanmoins être encadrée, à l'image des dispositions de l'article 231-38 III qui concernent les acquisitions autorisées entre le dépôt et l'ouverture d'une offre en numéraire non soumise à condition suspensive. Ils proposent donc que l'initiateur dont l'offre n'est soumise qu'au seuil de caducité puisse acquérir des titres de la société visée dans la limite de 30% des titres visés par l'offre, sans que ces acquisitions le placent en situation de dépôt obligatoire d'un projet d'offre.

1.5.3 Trois autres participants sont sensiblement plus réservés sur la question, ou préconisent au contraire de maintenir l'interdiction totale d'intervenir, applicable aujourd'hui lorsque l'offre est assortie d'un seuil de renonciation ou d'une condition suspensive antitrust. Selon eux, l'enjeu tient notamment au principe de l'égalité de traitement entre actionnaires et à la cohérence entre l'esprit de la réforme du seuil de caducité et les règles d'intervention :

- le principe d'égalité de traitement entre actionnaires exige que l'actionnaire qui vend définitivement ses actions sur le marché à l'acquéreur avant la clôture de l'offre ne soit pas favorisé par rapport à l'actionnaire qui apporte ses actions à l'offre centralisée : or, si l'offre est caduque à défaut d'atteinte du seuil de 50%, la cession réalisée par le premier ne sera pas remise en cause, tandis que le second se verra restituer ses actions, d'où une inégalité de traitement.
- admettre des dérogations à l'interdiction d'intervention visée à l'article 232-14 revient à retirer une partie de sa portée à la règle nouvelle qu'il est proposé d'instituer. Du fait de ses acquisitions en dehors de l'offre publique, l'initiateur pourrait se trouver détenir une participation significative, bien qu'inférieure à 30%, ce qui va à l'encontre du but poursuivi par l'introduction du seuil de caducité automatique.
- si les interventions de l'initiateur sur le marché sont autorisées (en contrepartie de l'introduction du seuil de caducité), le risque est que les actionnaires se détournent de la procédure de centralisation pour céder sur le marché, préférant une liquidité assurée, même à un prix inférieur au prix d'offre, plutôt que de courir le risque d'une caducité de l'offre, qui conduirait à la restitution de leurs titres à l'issue de l'offre<sup>3</sup>. Les apports risquent ainsi de se déplacer de la centralisation vers le marché... Certains participants estiment toutefois que ce risque est limité.

---

<sup>3</sup> Si le marché anticipe que l'initiateur n'obtiendra pas 50% et qu'il n'y aura pas d'offre concurrente, les actionnaires qui ne voudront pas risquer de se voir restituer leurs titres du fait de la caducité de l'offre préféreront vendre sur le marché, le cas échéant à un prix plus bas que celui de l'offre.

## **I.6. COMMENT L'AMF DOIT-ELLE GERER LA SUPPRESSION OU L'ABAISSMENT DU SEUIL DE RENONCIATION ?**

La consultation proposait de modifier le règlement général de sorte que la suppression d'un seuil de renonciation par l'initiateur – qui restera possible à l'avenir – ne donne plus lieu à l'établissement d'une nouvelle note d'information, soumise à l'examen de conformité de l'AMF (suppression du 3<sup>ème</sup> al. de l'article 232-7), mais fasse l'objet seulement d'une autorisation préalable par l'AMF (introduction d'un 2<sup>ème</sup> alinéa à l'article 231-9). Le texte proposé mentionnait également la faculté d'abaisser le seuil de renonciation (que le texte actuel ne mentionne pas). Cette proposition visait un allègement de procédure et constituait un corollaire du seuil de caducité.

Sur les huit participants à la consultation s'étant prononcés sur cette question, deux souhaitent que la suppression du seuil de renonciation reste, comme aujourd'hui, un cas de surenchère automatique, ce qui présente l'avantage d'ouvrir de nouveaux délais (l'AMF peut alors reporter la date de clôture) et de garantir une transparence dans l'information du marché, ce qui ne serait pas le cas, selon eux, dans un scénario où la suppression du seuil serait uniquement validée au préalable par l'AMF.

Les six autres sont favorables à la proposition d'allègement en cas d'abaissement ou de suppression de seuil de renonciation, moyennant les réserves suivantes :

- un participant souhaite que le règlement général prévoie que la suppression ou l'abaissement d'un seuil de renonciation soit soumis à un exposé détaillé des motivations sous-jacentes et qu'il définisse les modalités d'information du marché, d'autant plus si la suppression du seuil de renonciation permet à l'initiateur d'intervenir librement sur les titres de la cible.
- un autre suggère qu'au 3<sup>ème</sup> alinéa de l'article 232-7 soit maintenue la possibilité pour un tiers de déposer une offre concurrente qui aurait pour seule caractéristique la suppression du seuil de renonciation fixé par le premier initiateur (qui devrait être supérieur ou égal à 50 % si la réforme du seuil de caducité automatique est adoptée).
- deux autres participants estiment qu'il convient de mieux préciser la portée de cette modification en indiquant explicitement jusqu'à quel niveau le seuil de renonciation peut être abaissé par l'initiateur et en précisant clairement que l'abaissement ou la suppression d'un seuil de renonciation ne donnera plus lieu à l'établissement d'une nouvelle note d'information et ne nécessite plus de nouvelle décision de conformité.

## **I.7. OPTIONS RETENUES PAR LE COLLEGE DE L'AMF**

Au vu des retours de consultation, le Collège de l'AMF a constaté qu'un régime dans lequel le seuil de caducité n'est applicable qu'aux seules offres volontaires, et non aux offres obligatoires, est insatisfaisant car il est susceptible d'inciter un actionnaire détenant une participation inférieure à 30% à se placer « artificiellement » en offre obligatoire de sorte à échapper au seuil de caducité automatique.

Toutefois, en offre obligatoire, il est un principe que le « changement de contrôle » matérialisé par le franchissement du seuil de 30% ouvre droit à une liquidité pour les autres actionnaires, et que ce droit ne saurait être remis en cause par le niveau d'apport à l'offre. Pour cette raison, le 2<sup>ème</sup> alinéa de l'article 234-2 prévoit que « *le projet d'offre publique [obligatoire] ne peut comporter aucune clause prévoyant la présentation nécessaire d'un nombre minimal de titres pour que l'offre ait une suite positive* ». C'est pour cette raison qu'il avait été proposé initialement, dans le texte de la consultation, de ne pas étendre aux offres obligatoires le principe du seuil de renonciation.

Plus généralement, le Collège a considéré que, dans l'hypothèse où le seuil de caducité s'appliquerait aux offres obligatoires de procédure normale, le dispositif ne serait pleinement satisfaisant qu'à condition de bloquer, ou de rendre plus difficile, l'obtention du contrôle de droit par un actionnaire qui viendrait à détenir entre 30% et 50% du capital ou des droits de vote d'une société au résultat d'une offre obligatoire. En effet, même si cet initiateur recueillait un taux d'apport insuffisant entraînant la caducité de son offre, il resterait néanmoins détenteur du bloc supérieur à 30% dont l'acquisition l'a mis dans l'obligation de



déposer l'offre, pourrait ensuite progresser au capital, en respectant la limitation de vitesse de 2% par an, et atteindre à terme le seuil du contrôle de droit.

La problématique du seuil de caducité doit donc être envisagée conjointement avec celle de la vitesse maximale d'acquisition entre 30% et 50%.

Il est rappelé à cet égard que la réduction à 1% figurait parmi les recommandations du groupe de travail présidé par M. Bernard Field en octobre 2008<sup>4</sup>, et que, depuis la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, le quantum de la vitesse d'acquisition maximale autorisée entre 30% et 50% est inscrit dans la loi (article L. 433-3 I du code monétaire et financier), et non plus seulement dans le règlement général (art. 234-5). Sa suppression ou sa réduction nécessitera donc une modification législative.

**Pour ces raisons, le Collège a considéré que la réforme du seuil de caducité nécessite une réflexion plus approfondie qui inclura à la fois les offres publiques volontaires et obligatoires et le quantum de la vitesse maximale d'acquisition autorisée entre 30% et 50%. Cette réflexion sera menée dans les prochains mois par l'AMF en lien avec la Place, selon des modalités à définir.**

## II. LA CONDITION SUSPENSIVE LIEE AUX PROCEDURES DE CONTROLE DES CONCENTRATIONS

L'article 231-11 du règlement général permet à l'initiateur d'une offre publique de prise de contrôle d'assortir son offre d'une condition suspensive en vertu de laquelle l'offre sera caduque si l'opération de rapprochement est soumise à une procédure de contrôle des concentrations et que cette procédure entre en phase d'analyse approfondie ou « phase II ». Cette condition suspensive est toutefois limitée aux seules procédures de contrôle des concentrations (i) française, (ii) d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, (iii) de la Commission Européenne et (iv) de la Federal Trade Commission américaine.

L'AMF proposait :

- de permettre à un initiateur de libeller une condition suspensive antitrust relative à une procédure de contrôle des concentrations d'un État hors Union Européenne et Etats-Unis,...
- .... et ce, sous réserve d'un « test de matérialité », de sorte qu'un initiateur n'invoque une telle condition que pour une procédure antitrust étrangère dont l'issue soit absolument décisive pour la transaction envisagée ou revête une importance matérielle au regard de l'offre. Le test de matérialité proposé est le caractère d'« actif essentiel » des activités de l'initiateur et de la cible qui justifient la notification au titre du contrôle des concentrations.

Les dispositions de l'actuel article 231-11 seraient donc étendues à toute procédure de contrôle des concentrations d'un État étranger, dès lors que les activités de l'initiateur et de la société visée qui justifient la notification au titre du contrôle des concentrations constituent des actifs essentiels de ces sociétés.

### II.1. AVIS DES PARTICIPANTS A LA CONSULTATION

2.1.1 Les 23 participants ayant exprimé leur avis sur cette proposition sont unanimement favorables à l'extension de la condition suspensive antitrust aux contrôles des concentrations d'Etats autres que l'Union Européenne et les Etats-Unis. Cela leur semble justifié notamment par la tendance à l'internationalisation des opérations de rapprochements entre sociétés.

2.1.2 En revanche, le test de matérialité proposé provoque des réactions mitigées : 6 participants s'y déclarent opposés, 6 y sont favorables et 10 émettent des réserves plus ou moins étayées.

<sup>4</sup> « *Recommandation n° 21 : l'excès de vitesse d'acquisition devrait être réduit à 1% en douze mois consécutifs.* » Le rapport du groupe de travail précisait à cet égard : « *Par ailleurs, la règle de « l'excès de vitesse » d'acquisition, si elle peut être considérée comme un frein à la prise de contrôle ultime de la société que constitue la détention de 50% des droits de vote, peut permettre à un actionnaire, qui détient plus du tiers du capital, par exemple à la suite d'une offre volontaire, d'accroître sa participation progressivement en limitant ses acquisitions à moins de 2% du capital en douze mois. Aussi pourrait-elle être limitée à 1%.* » (Rapport Field, octobre 2008).

Ces derniers, même s'ils reconnaissent que le critère est judicieux sur le fond, soulignent les difficultés que sa mise en oeuvre pourrait engendrer en pratique :

- la notion n'a pas de réelle signification au regard du droit des concentrations ; elle n'est pas compatible avec l'analyse concurrentielle, les seuils de contrôles des concentrations reposant le plus souvent sur le critère du chiffre d'affaires cumulé (voire de la part de marché), indépendamment de la présence d'actifs juridiquement individualisés dans la zone de compétence de l'autorité de concurrence compétente.
- elle est délicate à établir de manière objective (quels agrégats financiers retenir ? comment justifier objectivement de la valeur stratégique d'un actif ?). Certains reprochent à la notion d'actif essentiel de ne pas être suffisamment lisible pour le marché, et d'être susceptible de créer un risque de contentieux nuisible au bon déroulement de l'offre. Ils suggèrent que l'AMF en précise la portée en énumérant les critères auxquels elle aura recours pour l'apprécier.
- il y a un risque de « pollution » entre la notion d'actif essentiel proposée comme critère à la stipulation d'une condition suspensive antitrust et celle existant actuellement pour les besoins de l'offre obligatoire (art. 231-18 et 234-9 8° et 9°) : dans la pratique, l'AMF risque de devoir assouplir son appréciation du caractère d'actif essentiel pour les besoins de la condition suspensive antitrust, ce qui rétroagira ensuite sur l'application de ce même concept en matière d'offre obligatoire. Il conviendrait donc de retenir un concept distinct pour l'antitrust.

2.1.3 Face à cela, cinq participants suggèrent de supprimer le test de matérialité et de laisser l'initiateur entièrement libre de libeller ou non cette condition suspensive : dès lors que celui-ci choisit de subordonner son offre à l'accord des autorités de la concurrence d'un pays où sont situés certaines de ses activités ou des activités de la cible, cela signifie que l'autorisation antitrust est nécessairement une condition déterminante pour lui, sans qu'il soit besoin d'effectuer un quelconque test de matérialité. En pratique, ces participants estiment que l'initiateur d'une offre n'a aucun intérêt à notifier son opération dans des pays où cela ne serait pas rigoureusement nécessaire.

2.1.4 A l'inverse, une majorité des participants se déclare favorable à l'existence d'un test de matérialité – quitte à retenir un critère différent de celui proposé – afin de limiter la possibilité de recourir à cette condition suspensive aux pays dans lesquels l'initiateur et la cible exercent leurs principales activités, et ce afin de ne pas nuire au bon déroulement des offres tant du point de vue du calendrier (le délai d'obtention de l'autorisation est de plusieurs mois dans certains pays) que dans le souci de ne pas rendre l'issue de l'offre trop aléatoire du fait d'un trop grand nombre de conditions suspensives antitrust qui multiplieraient les possibilités de caducité.

Dans cet esprit, certains partagent le souci de l'AMF de ne pas laisser les actionnaires visés par l'offre à la merci d'une clause suspensive dont la mise en oeuvre serait largement à la discrétion de l'initiateur dans les cas où des problèmes de concentration se poseraient dans certains pays, alors même que les actifs concernés seraient peu significatifs au regard de l'offre. La possibilité d'invoquer la condition suspensive antitrust doit être réservée aux situations dans lesquelles l'autorisation en cause constitue un véritable enjeu dans le contexte du rapprochement envisagé.

2.1.5 Tout en maintenant le principe d'un test de matérialité, d'autres critères alternatifs à la notion d'actif essentiel sont proposés par ces participants :

- la condition concurrence ne devrait être étendue qu'aux autorités de la concurrence de pays étrangers dont l'autorisation est obligatoire et suspensive à l'échelle mondiale pour les besoins de la réalisation de l'opération dans son intégralité.
- le test de matérialité devrait être articulé autour des notions d' « activité stratégique significative », laquelle pourrait être définie notamment par rapport à des agrégats financiers. Dans le même ordre d'idée, un autre participant propose de privilégier la notion d'« activité essentielle » à celle d' « actif essentiel » : en effet dans une majorité de pays les seuils de saisine des autorités de la concurrence

sont fixés en chiffre d'affaires (voire en part de marché), et ne tiennent pas compte de l'existence ou non de filiales dans le pays en question.

- le caractère matériel de l'autorisation antitrust pourrait être testé à l'aide d'un seuil exprimé en chiffre d'affaires (% du chiffre d'affaires cumulé dans le pays concerné par rapport au chiffre d'affaires mondial combiné des parties à l'opération), comme critère représentatif de l'importance de l'activité concernée en matière de concurrence.
- il conviendrait de prendre pour critère l'importance et les conséquences des sanctions (de nature pénale ou administrative) encourues par la société concernée ou ses dirigeants en cas de réalisation de l'opération sans autorisation préalable des autorités compétentes.
- le caractère significatif de la notification pourrait être testé en appréciant l'ampleur des remèdes potentiellement exigibles par l'autorité antitrust concernée en l'échange d'une autorisation ; toutefois, il peut s'avérer impossible de déterminer, en amont de la décision de l'autorité de la concurrence, la matérialité des engagements qui pourraient être demandés.
- un participant suggère enfin que la mise en place d'une condition suspensive antitrust dans le cadre d'une offre publique impliquant un examen par une autorité de la concurrence autre qu'européenne ou américaine, soit conditionnée au respect d'un référentiel reconnu de bonnes pratiques comme par exemple la recommandation C(2005)34 sur le contrôle des fusions de l'OCDE ou le recueil de bonnes pratiques adopté le 8 novembre 2011 par les dirigeants des autorités nationales de concurrence européennes (EU merger working group).

2.1.6 Enfin, un dernier critère suggéré est celui de la compatibilité de l'examen antitrust avec le calendrier normal de l'offre. Certains participants se montrent soucieux de ce que l'extension hors UE/US de la condition suspensive antitrust ne conduise pas à allonger indûment le calendrier des offres publiques, au détriment de la prévisibilité et de la lisibilité du calendrier d'offre pour le marché. Ils notent qu'avec certaines procédures antitrust étrangères, il existe un risque de rallongement excessif de la durée d'offre. Or la directive OPA prévoit que la période d'acceptation ne doit pas durer plus de 10 semaines en principe (article 7) et que la société visée ne doit pas être gênée au-delà d'un délai raisonnable (article 1 f). Dès lors, un initiateur ne devrait pouvoir invoquer cette condition suspensive que si l'autorisation de cette autorité étrangère est compatible avec le calendrier de l'offre.

Devant ce constat, un participant recommande que seules les juridictions prévoyant des délais prédéfinis pour l'obtention des autorisations puissent faire l'objet d'une condition suspensive.

Un autre suggère que la condition suspensive ne soit étendue qu'aux procédures pour lesquelles il existe une certitude soit que l'accord intervienne au terme d'un délai compatible avec la période d'offre, soit qu'il existe un processus de passage de phase 1 à phase 2 cadré qui permette de rendre l'offre caduque lors du passage en phase 2, avant clôture de l'offre en cours. Ce participant propose alors deux dispositifs alternatifs :

- l'AMF n'autorise la condition de caducité liée à la concurrence que si l'initiateur lui apporte la preuve que les procédures applicables garantissent une décision, ou un passage en phase 2 (selon une procédure identique à celles connues en Europe et aux Etats-Unis) avant clôture de l'offre, sur la base d'un calendrier standard d'offre de 12 à 14 semaines (période maximale à déterminer) ; ou
- l'AMF établit une liste des juridictions qui sont réputées remplir ces conditions de compatibilité de calendriers. Cette option, plus sécurisée juridiquement, suppose néanmoins un travail préalable de l'AMF sur les procédures des principaux pays, hors Europe et Etats-Unis. A noter qu'un autre participant propose également que l'AMF établisse une liste précise des pays pour lesquels la stipulation d'une condition suspensive antitrust par l'initiateur sera autorisée.

2.1.7 Dans une autre approche, certains suggèrent de faire peser sur l'initiateur la charge de la démonstration que le test de matérialité est vérifié. Cela impliquerait que l'initiateur déclare, dans sa note d'information, que l'obtention des autorisations en question est indispensable à la réalisation de l'offre, ou encore qu'il y

expose les conséquences financières significatives que pourrait entraîner pour lui l'absence de stipulation d'une telle condition suspensive. La faculté de stipuler une condition suspensive antitrust serait alors conditionnée au caractère satisfaisant et crédible de cette déclaration de l'initiateur.

- 2.1.8 Indépendamment du débat portant sur le test de matérialité à retenir, certains participants s'interrogent sur le bien fondé d'exclure de ce test les procédures antitrust des Etats-Unis et de l'Union européenne, ce qui pourrait sembler constitutif d'une discrimination envers les autres pays. Cela conduit certains à suggérer que le critère de l'actif essentiel soit appliqué à toutes les procédures antitrust invoquées au titre de l'article 231-11, y compris les procédures européennes ou américaines.

## **II.2. OPTIONS RETENUES PAR LE COLLEGE DE L'AMF**

A la lumière des réponses à la consultation, il s'avère que la définition du test de matérialité pose problème et que la notion d'actif essentiel – qui semble peu compatible avec l'analyse concurrentielle – pourrait être délicate à gérer en pratique dans la mesure où elle est déjà utilisée dans le contexte de l'offre obligatoire pour prise de contrôle indirecte (risque d'interprétations à dimensions variables).

Plutôt que de recourir directement au critère d'actif essentiel, le Collège a décidé de retenir la suggestion de certains participants selon laquelle l'initiateur ne devrait pouvoir libeller une condition antitrust qu'à condition que la procédure d'examen de l'Etat étranger prévoie des délais prédéfinis compatibles avec une durée normale d'offre publique, qui pourrait être fixée à 10 semaines à compter de l'ouverture (délai qui trouve son fondement dans la directive OPA). Ainsi, plutôt qu'un test de matérialité, c'est en quelque sorte un « test de compatibilité » des procédures antitrust étrangères avec la durée des offres publiques en France qui sera retenu.

L'AMF pourra néanmoins autoriser l'extension du calendrier d'offre au-delà de 10 semaines, mais devra recueillir au préalable l'avis de la société visée, celle-ci devant statuer sur la possibilité que l'offre reste ouverte plus de 10 semaines en raison d'une procédure de contrôle des concentrations encore en cours.

Compte tenu des retours de consultation, le **Collège de l'AMF a décidé :**

- **d'étendre aux procédures de contrôle des concentrations relevant d'Etats autres que la France, l'Union européenne et les Etats-Unis la faculté de l'initiateur d'assortir son offre d'une condition suspensive antitrust visée à l'article 231-11 ;**
- **de conditionner cette faculté au fait que ladite procédure soit encadrée par des délais compatibles avec une durée de dix semaines à compter de l'ouverture de l'offre publique, sauf accord de l'AMF pour proroger le calendrier de l'offre. L'AMF statuera sur toute demande de prorogation au regard des principes définis à l'article 231-3, après avoir recueilli l'avis de l'organe compétent de la société visée.**

Enfin, comme suggéré par un participant, la formulation des deux premiers alinéas de l'article 231-11 est mise en cohérence avec les articles L. 430-3 et L. 430-5 du code de commerce qui ont été modifiés par la loi LME du 4 août 2008 (création de l'Autorité de la concurrence).

## **III. NOUVEAUX CAS DE DEROGATION SUR ALTERNEXT**

### **III.1. FRANCHISSEMENT DE 50% A L'ISSUE D'UNE OFFRE CONTRACTUELLE**

Depuis le 1<sup>er</sup> février 2011, et suite à la loi de régulation bancaire et financière (LRBF) du 22 octobre 2010, la compétence de l'AMF pour le contrôle des offres visant les sociétés cotées sur Alternext a été étendue à toute offre publique obligatoire faisant suite au franchissement, direct ou indirect, seul ou de concert, du seuil de 50% du capital ou des droits de vote, ainsi qu'à certaines OPR et au retrait obligatoire.

Restent en revanche hors du contrôle de l'AMF toutes les offres initiées de façon volontaire, que la pratique désigne sous les termes d'« offres contractuelles » (par opposition aux « offres publiques »). Or lorsqu'à l'issue d'une telle offre, l'initiateur vient à franchir les seuils de 50% du capital ou des droits de vote, il n'existe pas aujourd'hui de dérogation l'exonérant du dépôt d'une offre publique obligatoire soumise à l'examen de conformité de l'AMF.

Sur le marché réglementé, une pratique ancienne et constante des autorités de marché est de ne pas requérir le dépôt d'une offre publique obligatoire de la part de l'initiateur d'une offre publique volontaire qui franchit les seuils de 30% dans le cadre de son offre<sup>5</sup>. Or, parce que la directive OPA n'est applicable qu'aux sociétés cotées sur un marché réglementé (ce qui exclut les sociétés cotées sur Alternext) et que les offres contractuelles volontaires sur Alternext se déroulent hors de tout contrôle par l'AMF, il n'est pas possible d'adopter la même approche sur Alternext.

Dans la consultation publique, l'avis des participants était sollicité sur le point de savoir s'il est souhaitable qu'une dérogation soit prévue en cas de réussite d'une offre contractuelle volontaire (hors champ de compétence de l'AMF) plaçant son initiateur en situation d'offre publique obligatoire. Autrement dit, l'offre contractuelle (qui n'est soumise à aucun contrôle du régulateur) peut-elle purger l'obligation née du franchissement du seuil de 50% qui en résulte ?

Les 13 participants s'étant exprimés sur cette question considèrent que la situation actuelle, née de la dernière réforme des offres publiques sur les SMNO introduite par la LRBF, n'est pas satisfaisante dans la mesure où l'initiateur d'une offre contractuelle (non régulée) qui franchit le seuil de 50% dans le cadre de son offre se voit contraint de déposer une offre obligatoire (régulée), qui fait en quelque sorte doublon avec la précédente (même si elle peut faire figure de « réouverture » de celle-ci).

Les propositions d'amélioration faites par les participants peuvent se répartir en trois groupes :

- Option 1 : Une exemption de droit inscrite dans la loi, excluant tout recours à une décision de dérogation de l'AMF.

Un participant, favorable à l'exemption de principe de toute obligation d'offre dès lors que le seuil de 50% est franchi en offre contractuelle, estime qu'elle devrait être traitée comme une exception de droit (et introduite explicitement dans le code monétaire et financier), plutôt que comme une dérogation soumise à l'appréciation de l'AMF.

- Option 2 : Une dérogation octroyée par l'AMF, en maintenant l'absence de régulation de l'offre volontaire telle qu'elle existe aujourd'hui.

Trois participants soutiennent l'instauration d'une dérogation à l'obligation de déposer une offre en cas de franchissement de 50% par voie d'offre contractuelle, sans remettre en cause le fait que l'"offre contractuelle" sur Alternext échappe à tout contrôle de l'AMF. L'octroi de cette dérogation par l'AMF devrait être subordonné à la vérification rétrospective :

- du caractère satisfaisant de l'information donnée aux actionnaires relative aux termes de l'offre contractuelle, en particulier les conditions d'appréciation de son prix.
- du fait que l'offre contractuelle comportait l'ensemble des informations qui auraient été requises si l'offre avait été régulée par l'AMF.
- que le prix de l'offre contractuelle antérieure était conforme à l'article 234-6 relatif au prix minimum des offres publiques obligatoires et qu'aucune transaction sur le titre visé ou opération connexe n'est intervenue pendant l'offre qui aurait pour effet de modifier le prix d'achat du titre visé payé par l'initiateur.

<sup>5</sup> En cohérence avec l'article 5.2 de la directive européenne sur les offres publiques d'acquisition, qui prévoit que « L'obligation de lancer une offre [en cas de franchissement du seuil déclencheur de l'offre obligatoire] n'est plus applicable lorsque le contrôle a été acquis à la suite d'une offre volontaire faite conformément à la présente directive à tous les détenteurs de titres pour la totalité de leurs participations. »

- Option 3 : Une dérogation octroyée par l'AMF, en contrepartie d'une régulation par l'AMF de l'offre volontaire.

Un autre groupe de participants, majoritaire, estime en substance qu'une dérogation au dépôt d'une offre obligatoire en cas de franchissement du seuil de 50% à l'issue d'une offre volontaire doit s'accompagner en contrepartie de l'introduction d'une certaine dose de régulation dans les offres volontaires. D'un participant à l'autre, le degré de régulation souhaité diffère. Pour les uns, il suffirait que les actionnaires visés aient au moins accès à une information substantiellement équivalente à celle requise pour une offre publique soumise à la réglementation de l'AMF. D'autres recommandent l'extension à Alternext des principes directeurs des offres publiques (art. 231-3) et de certaines obligations de transparence (note d'information non visée par l'AMF mais respectant un cadre défini, communiqué,...) et de procédure (définition de seuils de révocabilité de l'offre, centralisation de l'offre ou achats sur le marché, révocabilité des ordres,...) en vigueur sur le marché réglementé. D'autres enfin, jugeant peu souhaitable que l'AMF exerce un contrôle a posteriori sur les offres volontaires à travers l'examen d'une demande de dérogation, se prononcent pour l'application de l'intégralité du règlement général sur les offres publiques aux offres volontaires réalisées sur Alternext.

### **III.2. OPTIONS RETENUES PAR LE COLLEGE DE L'AMF**

Sur l'articulation entre offre contractuelle et offre obligatoire sur Alternext, le Collège de l'AMF a procédé aux constats suivants :

- Une majorité des participants se déclare insatisfait de l'articulation actuelle entre offres volontaires et obligatoires sur Alternext et se prononce en faveur d'une régulation par l'AMF des offres volontaires sur Alternext, à des degrés différents en fonction des participants. Ils arrivent logiquement à ce constat en considérant qu'une dérogation ne saurait être accordée par l'AMF qu'à condition que l'offre contractuelle précédente ait été réalisée dans des conditions d'information, de prix, et selon des modalités conformes aux règles habituelles applicables aux offres relevant de la compétence de l'AMF sur le marché réglementé.
- Une solution dans laquelle les offres volontaires sur Alternext seraient partiellement régulées (par exemple en rendant applicable uniquement les règles d'information, ou tout le chapitre I du titre III, à l'exception de l'examen de conformité) n'est pas souhaitable, en ce qu'elle introduirait une confusion certaine. Une approche « tout ou rien » est à privilégier :
  - soit le statu quo : l'AMF reste non compétente pour contrôler les offres volontaires, ce qui exclut qu'elle procède à tout contrôle a posteriori au stade d'une demande de dérogation une fois le seuil de 50% franchi par l'initiateur. Cela conduit à exclure le principe d'une dérogation car celle-ci ne pourrait pas être accordée par le régulateur sans qu'il se soit penché sur les circonstances du franchissement, et notamment les conditions de l'offre volontaire.
  - soit la compétence pleine et entière de l'AMF pour contrôler les offres volontaires sur Alternext. Si les offres volontaires relèvent du règlement général, il n'y a plus d'obstacle à étendre à Alternext la pratique en vigueur sur le marché réglementé consistant à reconnaître que l'obtention du contrôle au résultat d'une offre publique volontaire ne place pas l'initiateur en offre obligatoire.
- La loi prévoit déjà la possibilité pour l'AMF d'être compétente pour contrôler les offres volontaires sur Alternext (article L. 433-1 IV du code monétaire et financier) si l'entreprise qui gère ce marché lui en fait la demande.
- La réglementation des offres publiques a notamment pour finalités la protection des actionnaires visés par une offre et le déroulement ordonné des opérations de marché : ces objectifs n'emportent pas nécessairement un accroissement des obligations à la charge des émetteurs cotés sur Alternext. La protection des actionnaires des sociétés cotées sur Alternext n'est pas incompatible avec la relative souplesse souhaitée pour ce marché dès l'origine.

- En Grande-Bretagne, le Takeover Panel applique l'intégralité du Takeover Code aux sociétés cotées sur le marché non réglementé AIM (*Alternative Investment Market*), y compris les règles applicables aux offres volontaires.

**En conclusion, l'AMF a décidé de modifier son règlement général pour lui permettre de l'appliquer aux offres volontaires visant les titres d'une société cotée sur le marché Alternext, si l'entreprise de marché lui en fait la demande.**

**NYSE Euronext a confirmé à l'AMF son intention de demander prochainement que le marché Alternext soit encadré par le Titre III du Livre 2 du règlement général sur les offres publiques.**

**Dès lors que l'AMF appliquera son règlement général aux offres publiques volontaires sur Alternext, le même principe prévaudra sur Alternext et sur le marché réglementé, à savoir que l'obligation de déposer un projet d'offre publique n'est pas applicable lorsque les seuils déclencheurs de l'offre obligatoire sont franchis au résultat d'une offre publique soumise aux dispositions du règlement général.**

### **III.3. AUGMENTATION DE CAPITAL RESERVEE - EXERCICE DE TITRES DONNANT ACCES AU CAPITAL**

Afin de préserver l'attractivité et la spécificité du marché Alternext par rapport au marché réglementé et d'offrir une certaine souplesse aux actionnaires de contrôle, il est proposé de créer deux nouveaux cas de dérogation spécifiques à Alternext.

**Premier cas :** l'AMF pourrait accorder une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique en cas de franchissement des seuils de 50% du capital ou des droits de vote consécutif à la souscription à une augmentation de capital réservée, soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires.

L'AMF vérifiera que les actionnaires soient informés de manière adéquate lors de l'assemblée générale sur la répartition future du capital de leur société, et qu'ils aient conscience qu'un vote positif emporte changement de contrôle de leur société.

Cette proposition fait l'unanimité des participants à la consultation. Elle est notamment jugée souhaitable dans la mesure où elle favorise les injections de liquidités dans les sociétés cotées sur Alternext, et où l'intérêt des actionnaires sera pris en compte lors du vote en assemblée générale extraordinaire. Les participants l'approuvent dès lors que le régulateur s'assure que les actionnaires ont voté en pleine connaissance des conséquences de leur vote en terme de changement de contrôle de leur société.

Un participant suggère toutefois de limiter cette dérogation aux opérations pour lesquelles l'assemblée est informée du prix de l'augmentation de capital, et d'exclure par conséquent les augmentations de capital à personnes dénommées décidées par les organes sociaux sur autorisation de l'assemblée des actionnaires (cas des délégations de compétence octroyées par l'assemblée générale).

**Deuxième cas :** l'AMF pourrait accorder une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique en cas de franchissement des seuils de 50% du capital ou des droits de vote consécutif à l'exercice ou à la conversion de titres donnant accès au capital dont l'attribution a été préalablement soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires..

L'AMF vérifiera également la qualité de l'information dispensée aux actionnaires dans le cadre de l'assemblée générale et se réservera le droit d'assortir l'octroi de la dérogation demandée de demandes d'engagements de vote de la part de la personne sollicitant ladite dérogation. L'AMF s'assurera par ailleurs que le bénéficiaire de la dérogation ne modifie pas sa détention au capital de l'émetteur entre la souscription à l'émission de titres donnant accès au capital et l'exercice ou la conversion de ces titres, sous peine de rendre caduque la dérogation.

Hormis quelques réserves de forme, et à l'exception d'un participant, cette proposition fait l'unanimité parmi les participants s'étant exprimés sur le thème des dérogations propres à Alternext.

Certains participants, craignant des tentatives de contournement, demandent à l'AMF de mieux préciser les conditions d'octroi de cette dérogation. Ils craignent en effet que la rédaction proposée ouvre la voie à une prise de contrôle par un investisseur « non agréé » par l'assemblée générale, qui aurait acquis des titres donnant accès au capital sur le marché secondaire. Ces participants proposent par conséquent que le texte du règlement général précise explicitement que la dérogation n'est valable que s'il y a identité entre la personne qui exerce les titres donnant accès au capital et celle à qui ces titres ont été attribués par l'assemblée générale. Autrement dit, la dérogation ne pourrait être octroyée qu'en cas de désignation explicite du bénéficiaire des titres donnant accès au capital.

Enfin, trois participants proposent une rédaction alternative à celle figurant dans le texte de la consultation : il conviendrait de viser « *l'exercice du droit à l'attribution d'actions attaché à des titres donnant accès au capital lorsque l'émission réservée de ces titres a été préalablement soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires* », et ce afin de mieux englober la diversité des cas de figure (exercice, conversion, remboursement ou échange en actions), et de tenir compte du fait que les titres donnant accès au capital peuvent être « attribués » (BSA) ou « souscrits » (OC, ORA).

#### **III.4. OPTIONS RETENUES PAR LE COLLEGE DE L'AMF**

**Le Collège de l'AMF a décidé d'adopter les deux cas de dérogation proposés dans la consultation, moyennant la reformulation proposée par certains participants s'agissant du second cas.**

La pratique décisionnelle de l'AMF relative à ces dérogations s'attachera, comme c'est déjà le cas sur le marché réglementé, à vérifier que l'ensemble des caractéristiques essentielles de l'opération, notamment ses conditions financières, sa volumétrie et l'identité du réservataire, a bien été portée à la connaissance de l'assemblée générale autorisant l'opération d'émission (ce qui exclura les délégations de compétence).

S'agissant plus particulièrement du second cas de dérogation, il convient de rappeler que la dérogation pourra être octroyée :

- au stade de l'assemblée générale votant l'émission des titres donnant accès au capital, à savoir en amont de l'exercice des titres ;
- sous réserve que la personne se voyant attribuer les titres donnant accès au capital soit également celle qui les exercera et franchira le seuil de 50%, à défaut de quoi la dérogation sera caduque. La dérogation ne pourra bénéficier qu'à l'attributaire des titres donnant accès au capital, désigné en assemblée générale comme étant susceptible de prendre à terme le contrôle de la société.

Plus généralement, comme c'est le cas d'ores et déjà, la dérogation octroyée reposera sur un ensemble de circonstances de fait présentées à l'AMF. Si, compte tenu du délai s'écoulant entre la souscription des titres donnant accès au capital et le franchissement du seuil de 50%, ces circonstances viennent à évoluer entretemps, l'AMF devra en être informée pour le cas échéant statuer à nouveau, voire constater la caducité de la dérogation initialement octroyée.

#### **IV. POURSUITE D'UN PROGRAMME DE RACHAT D'ACTIONS EN OPE**

Il était proposé, à l'article 231-41, d'alléger les restrictions d'intervention de l'initiateur sur ses propres titres en cas d'offre comportant la remise de titres, en autorisant l'initiateur à poursuivre l'exécution d'un programme de rachat, pendant la période d'offre et la préoffre, quelle que soit la procédure dont relève l'offre (normale ou simplifiée), dès lors que ce programme est réalisé conformément aux dispositions du règlement européen n°2273/2003 du 22 décembre 2003 (ou toute réglementation étrangère équivalente).



Le texte proposé visait la poursuite des interventions dans le cadre d'un programme de rachat d'actions : par conséquent, les interventions de l'initiateur sur ses propres titres doivent s'inscrire dans la continuité de ses pratiques habituelles, telle qu'observables sur une certaine période précédant l'offre (six mois par exemple), leurs modalités (prix et volumes, achats de bloc ou non, objectifs poursuivis) ne devant pas s'écarter de celles constatées sur cette période.

Il était également proposé de considérer que l'autorisation d'intervention vaut également pour la poursuite d'un contrat de liquidité conclu par l'initiateur avec un prestataire de services d'investissements.

La consultation publique interrogeait enfin les contributeurs sur l'opportunité d'être plus exigeant et de conditionner la poursuite du programme de rachat à la démonstration par l'initiateur de ce que ses interventions ne sont pas susceptibles d'avoir une incidence significative sur le cours de son titre.

#### **IV.1. AVIS DES PARTICIPANTS A LA CONSULTATION**

4.1.1 Vingt participants se sont prononcés sur la question. A une exception près, tous sont favorables à ce que l'initiateur d'une offre libellée en titres puisse poursuivre son programme de rachat d'actions, quelle que soit la procédure dont relève son offre (normale ou simplifiée), en effet :

- la différence de traitement actuelle entre les offres de procédure normale et celles de procédure simplifiée n'est pas justifiée ;
- cette mesure aura pour avantage de faciliter la possibilité, pour l'initiateur d'une offre d'échange, en intervenant sur le marché de ses titres, de neutraliser en partie la dilution qu'entraînera son offre ;
- l'interdiction d'intervention actuellement en vigueur pour les offres de procédure normale est une survivance de règles anciennes datant d'une époque où les risques d'abus de marché n'étaient pas aussi strictement encadrés juridiquement qu'aujourd'hui. Elle ne se justifie plus depuis le règlement n°2273/2003 de la Commission européenne du 22 décembre 2003 qui encadre strictement les programmes de rachat d'actions en imposant certaines restrictions<sup>6</sup> ;
- certains émetteurs attachent une importance particulière à la faculté de poursuivre leur programme de rachat d'actions, lorsque celui-ci participe d'une politique globale de distribution aux actionnaires ;
- dans certains cas, la structure même de l'offre publique est de nature à protéger efficacement les actionnaires de la cible contre d'éventuels risques de manipulation de cours de l'initiateur (cas des offres publiques comportant une branche alternative en numéraire non plafonnée).

4.1.2 Ils ne sont que deux à estimer que la poursuite du programme de rachat d'action en période d'offre et de préoffre devrait être permise sans qu'il soit nécessaire d'exiger au surplus que cette intervention soit réalisée selon les mêmes modalités (en termes de prix et de volumes, d'objectifs et de modalités) que celles constatées en amont de la période de préoffre :

- le fait que le programme de rachat d'action soit conforme au règlement européen est une condition suffisante, car elle emporte présomption d'absence d'abus de marché. En outre, s'agissant d'un initiateur coté en France, les rachats d'actions sont déjà très encadrés par les règles de l'AMF ;
- l'initiateur étant soumis à un devoir d'abstention, en sa qualité d'initié, avant l'annonce de son offre, ses interventions sur ses propres titres seront nécessairement réduites en amont de l'annonce : ainsi, s'il doit maintenir ses pratiques d'intervention dans la continuité, il ne pourra qu'exceptionnellement intervenir sur ses titres après l'annonce.

---

<sup>6</sup> Notamment une limitation des rachats journaliers à 25% du volume quotidien moyen observé sur le marché des actions au cours des 20 jours de négociation précédant le jour du rachat.

4.1.3 La majorité des participants estime au contraire qu'il est légitime de requérir de l'initiateur que ses interventions s'inscrivent dans la poursuite des interventions passées.

En particulier, afin de clarifier la marge de manœuvre dont disposera l'initiateur et les critères retenus par le régulateur pour apprécier la continuité des pratiques, certains suggèrent d'explicitier le sens des termes « poursuivre ses interventions » dans l'article 231-41, en mentionnant par exemple :

- que les modalités de mise en œuvre du programme de rachat (prix, volume, objectifs) doivent être les mêmes que celles observées au cours d'une période de 12 mois précédant l'offre publique ;
- ou que les interventions de l'initiateur devront s'inscrire « *dans la continuité de sa pratique habituelle telle qu'observée sur une période donnée* » ou « *dans des conditions identiques à sa pratique antérieure* ».

Au cas où l'AMF choisirait cette voie, un participant considère que si une période courte de 6 mois peut se justifier pour l'examen du prix et des volumes des interventions passées, une période plus longue (12 ou 18 mois) serait plus indiquée pour examiner les objectifs poursuivis par l'initiateur.

Un participant suggère de faire référence aux meilleures pratiques de Place, en plus des pratiques habituelles de l'émetteur : un initiateur devrait pouvoir mener ses interventions en s'éloignant de sa pratique antérieure pour se rapprocher par exemple d'une bonne pratique recommandée par une association professionnelle, sans que cela remette en cause sa faculté d'intervenir sur ses titres.

Un autre recommande à l'inverse de maintenir en l'état la formulation proposée pour l'article 231-41 dans la consultation publique, en conservant la mention d'une « continuité » du programme de rachat, mais sans la définir par référence à une « pratique antérieure » qui serait source d'incertitudes, en ce qu'elle impliquerait une analyse *in concreto* de l'AMF susceptible de varier en fonction des critères retenus (volatilité, évolution du cours, arrivée à échéance de certains emprunts donnant accès au capital...) ou de la période considérée (difficulté à fixer cette période au regard des contextes de marché).

4.1.4 Enfin, à l'exception de trois participants, tous estiment qu'il n'est ni opportun ni utile de subordonner le droit de poursuivre le programme de rachat d'action à la preuve de l'absence d'impact significatif sur le cours du titre concerné :

- l'AMF peut déjà, dans le cadre de ses pouvoirs généraux, et au nom des principes de l'article 231-3, s'opposer à la poursuite d'un programme de rachat qui porterait atteinte à l'intégrité du marché ;
- il semble difficile en pratique de déterminer ex-ante l'impact d'un programme de rachat d'actions sur le cours du titre ;
- cela serait redondant avec les exigences du règlement européen n°2273/2003 du 22 décembre 2003 qui fixe les conditions nécessaires pour bénéficier respectivement d'une présomption de légitimité irréfragable. Autrement dit, si la poursuite du programme de rachat était conditionnée à la démonstration par l'initiateur de ce que ses interventions ne sont pas susceptibles d'avoir une incidence sur son cours, alors cela reviendrait à nier la présomption de légitimité irréfragable attachée au respect du règlement européen.

4.1.5 En revanche, selon ces participants, c'est bien plutôt le recours aux pratiques de marché ne bénéficiant pas de la présomption irréfragable qui devrait donner lieu à une justification de la part de l'initiateur. Tel est le cas par exemple des contrats de liquidité, qui sont exonérés des contraintes de l'article 5 du règlement européen, et dont la poursuite éventuelle par l'initiateur mériterait d'être réglementée plus strictement en période d'offre.

4.1.6 Enfin, un participant note qu'il faut veiller à ne pas exclure automatiquement du bénéfice de l'autorisation d'intervention les émetteurs étrangers qui ne sont pas soumis dans leur juridiction d'origine au règlement n°2273/2003 du 22 décembre 2003. S'ils sont en mesure de démontrer, chiffres à l'appui (au besoin par une analyse statistique), que leurs interventions ne sont pas susceptibles d'avoir une incidence

significative sur leur cours de bourse, il conviendrait de leur permettre de bénéficier également de l'autorisation d'intervention.

#### **IV.2. OPTIONS RETENUES PAR LE COLLEGE DE L'AMF**

**Le Collège de l'AMF a décidé de modifier l'article 231-41 selon les termes soumis à consultation.**

Dans le cadre de cette autorisation de poursuite du programme de rachat d'actions pendant les périodes d'offre et de préoffre, l'initiateur doit veiller à observer la stricte neutralité de ses interventions au regard de l'offre en cours (comme c'est également le cas s'agissant des interventions de la société cible dans le cadre de la poursuite d'un programme de rachat d'actions, lorsque ces interventions sont autorisées).

Cela implique notamment que, dans la plupart des cas, celles-ci devront être effectuées dans des conditions de prix et de volume et selon des modalités d'achat et des objectifs cohérents avec la pratique de l'initiateur sur les douze mois précédant son offre.

L'autorisation vise tout programme de rachat dont l'exécution a déjà commencé lorsque débute la période d'offre (ou de préoffre, le cas échéant). A l'inverse, un programme de rachat d'actions d'ores et déjà approuvé en assemblée générale, mais qui n'a pas encore été concrètement mis en œuvre par la société, ne devrait pas bénéficier de cette autorisation.

Enfin, par extension, l'autorisation de poursuite des interventions peut concerner également la pratique de marché admise du contrat de liquidité mis en œuvre dans le cadre d'un programme de rachat d'actions, dès lors qu'il remplit les critères d'acceptabilité de la décision de l'AMF du 21 mars 2011.

#### **V. AUTRES MODIFICATIONS PROPOSEES**

Le texte de la consultation publique propose certaines modifications de moindre importance, en particulier s'agissant du régime déclaratif en période d'offre et de préoffre, pour lequel il est proposé une reformulation des articles 231-46, 231-47, 231-48 et 231-51 afin de préciser :

- que l'accroissement de détention de 1% et 2% des titres visés par l'offre, qui déclenchent l'obligation, respectivement, de déclarer quotidiennement ses transactions à l'AMF, et de déclarer ses intentions à l'égard de l'offre en cours, sont calculés conformément aux règles d'assimilation prévues à l'article L. 233-9 du code de commerce (c'est-à-dire en assimilant notamment les dérivés à dénouement physique et numéraire) ;
- que les opérations qui doivent être déclarées s'entendent au sens le plus large et ne sont pas limitées aux seuls achats et ventes sur les titres visés : les interventions sur les instruments dérivés à dénouement physique (options) ou en numéraire (CFD, swaps) doivent également être déclarées ;
- que l'AMF peut, dans des cas exceptionnels et sur demande motivée du déclarant, adapter le format de publication des déclarations quotidiennes qui lui sont transmises (art. 231-48).

Ainsi, la reformulation proposée permet de mieux aligner le reporting en période d'offre / préoffre (modalité de calcul du seuil déclencheur et contenu de la déclaration) sur le régime des déclarations de franchissement de seuils légaux.

#### **V.1. AVIS DES PARTICIPANTS A LA CONSULTATION**

Huit participants se déclarent en faveur des modifications proposées qu'ils considèrent comme des mises en cohérence pertinentes et logiques dans la mesure où elles sont de nature à accroître la transparence pendant une offre. Certains formulent les commentaires suivants :

- les interventions sur des instruments dérivés à dénouement physique ou numéraire peuvent avoir un impact sur le cours du titre visé, et sont par nature plus opaques que les interventions directes sur actions : à ce titre, les modifications proposées viennent combler un besoin d'information sur de telles interventions. Il serait souhaitable de prévoir aussi des règles encadrant les interventions de

l'initiateur sur l'ensemble des instruments issus de l'ingénierie financière (CDS, CLN) qui sont représentatives de la qualité de la cible en tant que débiteur.

- la modification de l'article 231-48 prévoyant la possibilité pour l'AMF, à titre exceptionnel, d'adapter le format de publication des déclarations peut s'avérer utile : l'AMF pourra accepter de ne pas publier les déclarations qui lui seront faites par un émetteur, dès lors que celui-ci justifiera de ce que l'absence de publication quotidienne est sans conséquence, s'agissant d'une information non significative et non susceptible d'avoir une influence sur le cours du titre. Cette faculté est à rapprocher des dispositions de l'article 223-2 II du règlement général qui permettent à un émetteur de différer la publication d'informations privilégiées lorsqu'il justifie d'un intérêt légitime.

Des suggestions sont toutefois formulées pour améliorer la proposition de modification de l'article 231-46 (régime général des déclarations en période d'offre et de préoffre). Il est suggéré en particulier :

- de mettre en facteur commun la référence aux cas d'assimilation de l'article L. 233-9 du code de commerce de sorte que le seuil de 5% visé aux 2° et au 3° de l'article 231-46 soit également calculé selon les règles d'assimilation de l'article L. 233-9 du code de commerce.
- à l'article 231-46 5°, de maintenir les termes « *tant qu'elles détiennent cette quantité de titres* » qui figurent dans le texte actuel mais pas dans la nouvelle rédaction proposée. Ainsi, un actionnaire qui aurait accru sa participation de plus de 1% du capital puis revendu les titres acquis ne doit plus être tenu de déclarer ses opérations.
- de résoudre, dans le texte de l'article 231-46, ce que certains considèrent être une contradiction entre (i) le fait que le 1<sup>er</sup> alinéa de l'article 231-46 ne vise que les opérations effectuées sur les titres « *ayant pour effet ou susceptible d'avoir pour effet de transférer la propriété des titres ou des droits de vote* » et (ii) le fait de requérir que soient déclarés l'achat, la vente ou la conclusion de tout instruments financier ou accord ayant un effet économique similaire à la possession des titres visés par l'offre, quel que soit son mode de dénouement.

Quatre participants sont en revanche opposés aux modifications proposées. Selon eux, l'alignement du régime déclaratif en période d'offre sur le régime des déclarations de franchissement de seuils légaux est de nature à introduire une grande confusion, à alourdir les déclarations des investisseurs et nuire à leurs intérêts. Ils estiment que dresser une liste non exhaustive des opérations soumises à déclarations au dernier alinéa à l'article 231-46 I est inutile et source de confusion.

Enfin, trois participants émettent des réserves sur l'opportunité de modifier le régime déclaratif, jugeant prématuré, dans le contexte de la révision de la Directive Transparence, d'aligner les dispositions relatives aux déclarations en période d'offre sur le régime des franchissements de seuils.

## **V.2. OPTIONS RETENUES PAR LE COLLEGE DE L'AMF**

La loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives rend assimilable aux actions détenues par un investisseur les actions sous-jacentes aux dérivés à dénouement numéraire (CFD, swaps) qu'il détient. Cette règle entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2012.

Le Collège de l'AMF juge souhaitable de profiter du présent train de modifications du règlement général pour aligner dès maintenant le régime de transparence en période d'offre publique (art. 231-44 à 231-51) sur le régime des franchissements de seuils légaux.

Il y a lieu de souligner que la déclaration des transactions sur CFD et swaps est déjà requise par le texte actuel de l'article 231-46, encore que de manière implicite, puisque celui-ci prévoit que soit déclarée « *toute opération susceptible d'avoir pour effet de transférer la propriété des titres ou des droits de vote* » et qu'il est difficilement soutenable, depuis une affaire récente, que des transactions sur des instruments dérivés à dénouement numéraire ne sont pas susceptibles, dans certaines circonstances, de donner accès aux actions sous-jacentes. La proposition de lister les opérations à déclarer n'est donc pas à

interpréter, comme une extension des obligations déclaratives, mais plutôt comme une clarification du texte existant, dans le souci d'une meilleure sécurité juridique.

**Les modifications objets de la consultation sont adoptées en tenant compte des suggestions d'amélioration textuelle proposées par les participants.**

\*  
\* \*

**Les modifications du règlement général présentées dans la présente synthèse ont été approuvées par le collège de l'AMF et sont proposées à l'homologation du ministre de l'économie, des finances et de l'industrie.**