

Paris, le 9 décembre 2008

## **Synthèse des réponses à la consultation publique relative au rapport du groupe de travail présidé par M. Bernard Field sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention**

Le 23 octobre 2008, le rapport du groupe de travail sur les déclarations de franchissements de seuils et les déclarations d'intention a été publié sur le site de l'AMF pour faire l'objet d'une consultation publique qui s'est achevée le 14 novembre. Les réponses à la consultation publique, au nombre de 29, se répartissent de la manière suivante : dix cabinets d'avocats, un conseiller indépendant en fusions-acquisitions, un fonds, quatre sociétés de gestion, deux sociétés de conseil aux actionnaires, cinq banques, un émetteur, une association représentative des prestataires de services d'investissement, deux associations représentatives des émetteurs, une association représentative de l'industrie de la gestion, une association regroupant des investisseurs et des entreprises. Le rapport a également été présenté aux différentes commissions consultatives de l'AMF.

### **I. LES DECLARATIONS DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL**

#### **1. OBSERVATIONS GENERALES**

De façon générale, la très grande majorité des participants approuve, sur le principe, les propositions tendant à améliorer la transparence et se félicite des initiatives prises en la matière par l'AMF. Un participant souligne l'importance qu'il y a à faire converger la réglementation française et celles de ses homologues européens et insiste sur la nécessité d'une règle claire et simple en la matière.

Certains participants à la consultation regrettent toutefois que le groupe de travail n'ait comporté ni représentants des actionnaires, ni représentants de la gestion d'actifs, et font observer que le projet devrait également aller dans le sens d'une réduction de l'asymétrie des obligations auxquelles sont soumis la direction de la société et les investisseurs. A cet égard, ils proposent notamment de rendre obligatoire la publication des déclarations de franchissements de seuils statutaires, d'aligner le délai dans lequel les émetteurs doivent publier le nombre d'actions et de droits de vote composant leur capital sur celui imparté aux actionnaires pour transmettre les déclarations ou encore de supprimer l'interdiction de consultation du TPI, notamment par les actionnaires. Ils demandent également que les actionnaires qui ne supportent pas le risque économique attaché à l'action soient privés de droit de vote. Cette problématique avait été exposée dans le rapport du groupe de travail, présidé par Yves Mansion, sur les cessions temporaires de titres en période d'assemblée générale. Ce rapport préconisait, d'une part, de rendre obligatoire la publication de toute participation de plus de 2%, acquisition temporaire comprise, dans les trois jours précédant l'assemblée générale et, d'autre part, de priver de droit de vote tout actionnaire qui ne supporte pas le risque économique attaché à l'action (du fait d'une acquisition temporaire de titres ou, dans certains cas, d'une couverture par le biais d'une assurance, d'un dérivé, etc.). Certains participants proposent par ailleurs de contraindre le prêteur à déclaration à la baisse. Quant à la mention de l'identité du prêteur prévue dans les deux rapports, huit participants à la consultation publique s'y opposent tandis que six autres y sont favorables.

Deux autres participants demandent que l'augmentation du volume des déclarations, attendue si les recommandations du groupe étaient mises en œuvre, soit compensée par une diminution de la contribution à verser à l'AMF, actuellement fixée à 750 euros.

## **2. LE CHAMP D'APPLICATION DES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE**

Le rapport préconisait d'assimiler aux actions détenues en propre, l'ensemble des instruments financiers donnant le droit d'acquérir des actions à l'initiative du porteur et ceux procurant une exposition économique aux actions d'un émetteur (recommandations n° 1 à 3). En revanche, en raison des difficultés de traitement du dénominateur, les instruments dont le sous-jacent n'est pas encore émis feraient l'objet d'une information séparée et non pas d'une assimilation (recommandation n° 8).

Sur la champ d'application, certains participants font observer que des questions ne manqueront pas de se poser lorsque les instruments financiers comportent des sous-jacents multiples et suggèrent que ces instruments soient considérés comme opaques au même titre qu'un OPCVM.

La majorité des participants à la consultation publique soutient la recommandation n° 2 et l'assimilation des instruments financiers permettant d'acquérir des actions alors même qu'une condition extérieure est stipulée, tandis que cinq participants souhaiteraient que les *puts* et les *warrants* cotés soient exclus du champ de la réglementation, conformément à la lettre de la directive. Deux autres participants proposent d'exclure les options européennes.

## **3. L'ASSIMILATION DES INSTRUMENTS FINANCIERS**

Seuls deux participants à la consultation sont défavorables à l'assimilation des instruments financiers donnant le droit d'acquérir des actions, tout en étant d'accord sur la nécessité d'en assurer la transparence.

Sur les instruments dénouables en numéraire, les réponses apportées à la consultation publique sont partagées. Une partie des participants se prononce clairement en faveur d'une assimilation aussi large que possible des dérivés, y compris dénouables en numéraire. L'un d'entre eux propose même de prévoir une déclaration lorsqu'il y a franchissement de seuil à l'intérieur de l'une des catégories alors même qu'il n'y a pas de franchissement de seuil en global. Pour une autre partie des participants, s'il est souhaitable que ces instruments fassent l'objet d'un minimum de transparence, ils ne devraient être mentionnés qu'à l'occasion d'un franchissement de seuil en actions (système de l'information séparée). Plusieurs de ces mêmes participants font d'ailleurs observer que la notion d'exposition économique, non définie en droit, risque d'être source de nombreuses difficultés d'interprétation : entendue largement, elle ferait, selon eux, se multiplier les occurrences de déclarations, le marché risquant d'être inondé d'informations extrêmement volatiles et souvent peu pertinentes.

Plusieurs participants proposent enfin de clarifier le régime de sanction qui sera alors applicable.

## **4. LE TRAITEMENT DU PORTEFEUILLE DE NEGOCIATION DES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT**

Deux participants proposent la suppression de la dispense prévue au bénéfice du portefeuille de négociation dans la limite de 5% dans la mesure où il serait très difficile de vérifier cette qualification. En tout état de cause, cette dispense aboutirait, en fait, à renforcer le pouvoir de vote des autres actionnaires et pourrait contribuer à des prises de contrôle de fait.

Au contraire, quatre participants proposent de calculer le seuil de 5% en prenant en compte exclusivement les actions et donc sans limite de seuil pour les dérivés. Ils demandent également que la référence aux « prestataires européens » dans la recommandation n° 10 soit précisée pour savoir, par exemple, si elle exclut les succursales européennes de banques étrangères et les succursales étrangères de banques européennes. Deux autres participants proposent, à l'inverse, d'abaisser le seuil à 3%, l'un d'entre eux considérant que ce seuil ne devrait prendre en compte que les actions. Un autre propose de préciser explicitement dans la loi les modalités de calcul du seuil de 5% au sein des groupes.

Sept participants sont, au contraire, favorables aux recommandations telles que formulées par le groupe.

## **5. L'AJOUT D'UN SEUIL A 3%**

Sept participants à la consultation publique sont défavorables à l'ajout d'un nouveau seuil fixé à 3%, tandis qu'un participant propose de le limiter aux sociétés importantes. Au contraire, neuf participants soutiennent cette recommandation et l'un d'entre eux propose en contrepartie de porter le premier seuil statutaire à 1%.

Enfin, un participant à la consultation publique est défavorable au nouveau seuil proposé, qui risquerait, selon lui, d'être générateur de volatilité, et propose plutôt de « transposer » le système américain, à savoir un premier seuil à 5%, chaque franchissement de seuil ultérieur de 1% donnant lieu à déclaration. Il permettrait d'ailleurs d'offrir aux émetteurs une information plus précise sur la progression d'un actionnaire dans leur capital.

## **6. LA REDUCTION DU DELAI DE DECLARATION A 4 JOURS**

Dix participants réprouvent la réduction du délai à quatre jours, certains allant jusqu'à recommander un allongement du délai. Un participant propose plutôt de prévoir un délai raccourci en période d'assemblées. Deux participants demandent, en outre, que les règles de computation des délais soient explicitées.

## **II. LES DECLARATIONS D'INTENTION**

Les recommandations du groupe ont reçu l'assentiment de tous les participants, à l'exception de l'un d'entre eux qui considère que le renforcement du caractère contraignant des déclarations passe avant tout par un usage systématique par l'AMF de son pouvoir de sanction et non pas par une modification des textes.

Les propositions suivantes appellent toutefois certaines réserves parfois contradictoires :

- sur le contenu de la déclaration, quatre participants sont défavorables à la mention des modalités de financement, tandis que trois autres demandent que les intentions à l'achat/vente sur les actions soient appréciées plus soupagement concernant les sociétés de gestion. Quatre participants demandent que le contenu de la déclaration soit réexaminé au regard de la confidentialité de certaines informations et que soit ouverte la possibilité de ne pas renseigner certaines rubriques, par exemple pour préserver ses intérêts légitimes ou le secret des affaires. D'autres participants demandent au contraire que certaines mentions soient ajoutées telle la mention du nombre de personnes dont le déclarant envisage la nomination au conseil ainsi que leur identité, si elle est connue ;
- sur le délai de « validité » des intentions, un participant s'oppose à la réduction du délai de 12 à 6 mois et considère que les déclarations devraient être valables jusqu'à la prochaine assemblée générale, ce qui reviendrait à instaurer un délai variable selon les déclarants. Un autre considère que le raccourcissement est illusoire. A l'inverse, un participant propose de supprimer tout délai, le déclarant fixant lui-même l'horizon de temps pour lequel il s'engage ;
- sur la possibilité de changer ses intentions, trois participants sont sceptiques quant à la liberté nouvelle offerte au déclarant de modifier ses intentions sans condition ;
- quatre participants s'opposent à l'ajout des seuils de 15% et 25% ;
- un participant objecte que la réduction du délai de déclaration à 5 jours paraît difficile à concilier avec le contenu précis que devrait avoir la déclaration.

### **III. LES OFFRES OBLIGATOIRES**

#### **1. LES MODALITES DE CALCUL DU SEUIL DE L'OFFRE OBLIGATOIRE**

Six participants considèrent que seule l'harmonisation de l'assimilation des instruments financiers pour le calcul des seuils d'offre et des seuils déclaratifs permet de lutter contre les prises de contrôle rampantes. A l'inverse, pour dix participants, le seuil d'offre doit continuer à être apprécié exclusivement en actions. Cinq participants ont, en revanche, une position intermédiaire consistant à n'assimiler que les instruments donnant le droit d'acquérir des actions à l'initiative exclusive du porteur.

#### **2. L'ABAISSMENT DU SEUIL DE L'OFFRE OBLIGATOIRE**

Le groupe est demeuré divisé sur la question, sans trancher entre un seuil d'offre fixé à 25% du capital ou des droits de vote, sans assimilation, et un seuil à 30%, calculé en assimilant les instruments dérivés aux actions détenues en propre.

Sept participants à la consultation publique sont défavorables à un quelconque abaissement du seuil de l'offre obligatoire et considèrent que ces propositions sont en contradiction avec les initiatives d'ores et déjà engagées et qui devraient être poursuivies tendant à améliorer l'exercice des droits de vote par les actionnaires.

Treize participants sont favorables à l'abaissement du seuil de déclenchement à 30%. Ce seuil étant retenu par la majorité des principaux Etats européens, les participants considèrent qu'il est préférable à un seuil à 25%, qui n'est soutenu par aucun participant.

#### **3. LE PLAFONNEMENT DES DROITS DE VOTE**

Le plafonnement légal des droits de vote, recommandé par une partie du groupe de travail, suscite une hostilité généralisée, seul un participant soutenant la proposition.

#### **4. L'« EXCES DE VITESSE D'ACQUISITION »**

Trois participants se sont exprimés en faveur de la proposition du groupe consistant à abaisser le seuil de 2% à 1%. Dix participants y sont, en revanche, défavorables.

\*\*\*

Enfin, sur les seuils et les offres, des dispositions transitoires sont prévues sans que leurs modalités ne soient encore précisées. Un participant propose la mise en place d'une période transitoire d'au moins six mois. D'autres proposent de prévoir une entrée en vigueur dans les douze mois de la publication du règlement général. Certains se demandent également s'il ne convient pas, à supposer que l'abaissement du seuil à 30% soit retenu, de prévoir des mesures transitoires différenciées selon que les actionnaires détiennent aujourd'hui entre 30 et 33,33% ou plus de 33,33%.