

Synthèse de la consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les offres publiques d'acquisition

La loi n°2010-1249 de régulation bancaire et financière (LRBF) du 22 octobre 2010¹ modifie le droit des offres publiques d'acquisition, dans ses articles 50, 51, 53, 54 et 92 qui entreront en vigueur le 1^{er} février 2011. Cette modification législative impose d'adapter le règlement général de l'AMF.

Le 29 novembre 2010, le Collège de l'AMF a approuvé le lancement d'une consultation publique sur un projet de modification des dispositions du Titre III du Livre II du règlement général relatives aux offres publiques d'acquisition. La consultation publique a été lancée le 3 décembre 2010 et s'est achevée le 5 janvier 2011.

Les réponses apportées à la consultation publique, au nombre de 17, se répartissent de la manière suivante : 11 cabinets d'avocats, 3 associations représentatives des émetteurs, 1 association représentative des sociétés de gestion et 2 émetteurs. L'ensemble de ces réponses est détaillé ci-après.

I – MODIFICATIONS DES DISPOSITIONS DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF RELATIVES AU REGIME DE L'OFFRE PUBLIQUE OBLIGATOIRE SUR LES MARCHES REGLEMENTES

I.1 – Seuil déclencheur de l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique

➤ *Modification du règlement général soumise à consultation*

L'article 50 de la LRBF modifie le I de l'article L. 433-3 du code monétaire et financier en fixant explicitement le seuil déclencheur de l'offre obligatoire à 30% du capital ou des droits de vote. De même, le principe de l'obligation d'offre pour « excès de vitesse » est dorénavant fixé par la loi.

En outre, la loi abaisse du tiers à 30% le niveau de détention, à partir duquel une offre doit être déposée sur une société représentant un actif essentiel et étant détenue par la société faisant l'objet d'une offre publique, visé au III (anciennement IV) de l'article L. 433-3 du code monétaire et financier.

Dans ces conditions, l'AMF a proposé que toutes les références au seuil du tiers figurant au chapitre IV du règlement général relatif au « dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique » soient remplacées par 30%, les articles 234-2, 234-4, 234-5 et 234-7 étant modifiés en conséquence. La même substitution serait effectuée aux articles 231-13 et 231-18 visant le niveau de détention mentionné à l'article L. 433-3 III précité.

➤ *Suggestions des participants*

La proposition de modifier les articles 234-2, 234-4, 234-5 et 234-7, non commentée en tant que telle, est l'occasion pour 2 participants de formuler des commentaires ou des propositions :

- 1 participant juge qu'il conviendrait également de remplacer la référence du tiers par celle de 30% à l'article 231-38-II (relatif aux interventions, sur les titres concernés par l'offre publique, de l'initiateur et des personnes agissant de concert avec lui) ;
- 1 participant souhaite exclure l'application de l'article 234-5 aux opérations d'acquisitions suivant une dilution : un actionnaire qui détenait 40% du capital et des droits de vote d'un émetteur, et qui a vu sa participation passer à 35% du fait d'une augmentation de capital, ne serait ainsi pas tenu de dépôt d'offre obligatoire à l'occasion de l'acquisition de plus de 2% des titres de la société.

¹ Journal Officiel du 23 octobre 2010.

Options retenues par le Collège de l'AMF

Le Collège a décidé de :

- maintenir inchangée la rédaction soumise à consultation des articles 234-2, 234-4, 234-5 et 234-7 ;
- remplacer la référence du tiers par celle de 30% à l'article 231-38-III, dans la mesure où l'abaissement du seuil d'offre obligatoire à 30% doit, par ricochet, concerner aussi la possibilité, pour l'initiateur d'une offre publique, d'acquérir un maximum de 30% des titres sans être contraint de déposer un projet d'offre.

I.2 – Clause de "grand-père" applicable aux actionnaires détenant une participation comprise entre 30% et le tiers

➤ Modification du règlement général soumise à consultation

Compte tenu de l'abaissement du tiers à 30% du seuil déclencheur de l'offre obligatoire, l'article 92 II al.3 de la LRBF introduit une « clause de grand-père » dont l'objet est de préserver les droits des personnes qui détenaient une participation comprise entre 30% et le tiers au 1^{er} janvier 2010 : tant qu'elles maintiennent leur détention entre 30% et le tiers, ces personnes se voient appliquer le régime de l'offre obligatoire antérieur au 1^{er} février 2011, prévoyant un déclenchement de l'obligation de dépôt d'offre en cas de franchissement des seuils du tiers du capital ou des droits de vote.

Les personnes qui ont porté ou porteront leur participation entre 30% et le tiers entre le 1^{er} janvier 2010 et le 1^{er} février 2011, devront au plus tard le 1^{er} février 2011, date d'entrée en vigueur du nouveau seuil déclencheur de 30%, soit réduire leur détention en deçà de 30%, soit déposer un projet d'offre publique obligatoire.

L'AMF a proposé qu'un nouvel article 234-11 soit créé à cet effet, lequel comprendrait également des dispositions visant à assurer, tant pour l'AMF que pour le marché, une transparence adéquate s'agissant de la population des actionnaires concernés par la clause de "grand-père".

➤ Suggestions des participants

La rédaction proposée du nouvel article 234-11, abondamment commentée, recueille une forte majorité de réponses défavorables : 1 participant se déclare favorable à la disposition proposée, 2 participants n'y sont pas opposés mais tempèrent leur adhésion par des commentaires ou des propositions, et 8 participants se déclarent hostiles à la disposition proposée.

- 1 participant se déclare favorable à la disposition proposée, en se félicitant qu'aucune obligation de régularisation à terme ne soit imposée aux investisseurs détenant entre 30% et le tiers du capital ou des droits de vote d'un émetteur avant le 1^{er} janvier 2010.
- 2 participants ne sont pas opposés à la disposition proposée mais formulent des commentaires ou des propositions :
 - 1 participant estime : (i) préférable de laisser aux personnes concernées un certain délai pour déclarer à l'AMF leur participation en capital et en droit de vote (par exemple un mois à compter de l'entrée en vigueur des dispositions concernées), ce délai permettant à l'AMF de disposer d'une date à partir de laquelle elle pourra considérer la liste des déclarants comme exhaustive aux fins de la publication prévue à ce nouvel article (ii) qu'il conviendrait d'indiquer expressément

au sein de l'article 234-11 que la clause de "grand-père" peut ne s'appliquer qu'aux seuls droits de vote ou au capital ;

- 1 participant considère opportun de fixer une date butoir (par exemple 3 ans) à la survie du seuil du tiers, afin d'éviter le risque de prolonger indéfiniment des situations « dérogatoires » à la nouvelle règle législative et contraires au principe d'égalité de droits et d'obligations des acteurs sur le marché.
- 8 participants se déclarent hostiles à la disposition proposée :
 - 3 participants soutiennent que les personnes ayant décidé, avant le 1^{er} janvier 2010, une acquisition de titres dont la réalisation effective est intervenue postérieurement au 1^{er} janvier 2010, ne devraient pas subir le régime de « cession forcée » qu'il serait proportionné de réserver aux seules personnes ayant décidé d'accroître leur participation au-delà du seuil de 30% postérieurement au 1^{er} janvier 2010. Compte tenu de l'état actuel des marchés, cette cession pourrait être réalisée dans de mauvaises conditions et générer des pertes significatives. Ainsi, il pourrait être envisagé par l'AMF d'octroyer à ces personnes un délai raisonnable compris entre 6 mois et 5 ans pour réduire leur participation en deçà de 30% du capital ou des droits de vote ;
 - 5 participants considèrent que l'AMF ne dispose pas de base légale pour obliger les actionnaires qui ont porté leur participation entre 30% et le tiers du capital ou des droits de vote entre le 1^{er} janvier 2010 et le 1^{er} février 2011, soit à réduire leur participation, soit à déposer un projet d'offre, en ce que ce régime (i) n'est pas prévu par la LRBF (ii) est contraire, en l'absence de motifs impérieux, à l'article 2 du code civil en vertu duquel « la loi ne dispose que pour l'avenir ; elle n'a point d'effet rétroactif » (iii) ne peut être prévu par l'AMF qui ne dispose pas d'une délégation de compétence générale et ne peut donc créer d'elle-même un nouveau cas d'offre publique obligatoire (iv) est contraire à la Constitution, en ce que ce régime porte atteinte au droit de propriété reconnu par l'article 17 de la déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789 et l'article 34 de la Constitution, dont la protection est également imposée par l'article 1 du protocole additionnel à la convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales. L'AMF devrait donc considérer que, pour les personnes qui ont franchi 30% après le 1^{er} janvier 2010, tout en restant en deçà du seuil du tiers calculé selon les anciennes modalités, l'ancien seuil du tiers continue de s'appliquer. Il serait surtout souhaitable de modifier la loi sur ce point pour éviter des contentieux ;
 - 1 participant souhaite que fasse l'objet d'une disposition du règlement général le commentaire de l'AMF relatif à l'hypothèse dans laquelle la détention d'un actionnaire est inférieure au seuil de 30% en capital, et comprise entre 30% et le tiers en droits de vote, à la date du 1^{er} janvier du fait de l'existence de droits de vote double ;
 - 1 participant estime que la rétroactivité du seuil de 30% soulève un problème de traitement des demandes de dérogation : on ignore si l'actionnaire, qui a porté sa participation entre 30% et le tiers entre le 1^{er} janvier 2010 et le 1^{er} février 2011, doit formuler une demande de dérogation avant le 1^{er} février 2011 – alors qu'à la date du franchissement du seuil de 30% il n'était pas en situation d'offre publique obligatoire ;
 - 1 participant juge qu'en l'absence de modification législative, un palliatif consisterait à abaisser la vitesse maximale d'acquisition prévue actuellement à l'article 234-5, cette vitesse maximale pouvant être fixée par exemple à 1% (au lieu de 2%) pour les personnes qui ont porté leur participation entre 30% et le tiers entre le 1^{er} janvier 2010 et le 1^{er} février 2011 – ce qui retarderait le verrouillage du capital ;
 - 1 participant avance qu'en l'absence de modification législative, un palliatif consisterait pour l'AMF à prévoir, alternativement, (i) l'extension de la « clause de grand-père » à toutes les personnes détenant, à la date d'entrée en vigueur de la réforme, entre 30 % et le tiers du capital ou des droits de vote (ii) un régime transitoire soumettant au seuil du tiers (du capital et/ou des

droits de vote, selon le cas) les personnes qui détiendraient entre 30 % et le tiers du capital ou des droits de vote depuis une date postérieure au 1^{er} janvier 2010, et les obligeant à passer sous le seuil de 30 % dans un délai de quelques années.

Options retenues par le Collège de l'AMF

La rédaction de la clause de "grand-père" est fixée par l'article 92 II alinéa 3 de la LRBF du 22 octobre 2010. Le Collège a décidé de maintenir sa lecture de la clause de "grand-père", complétée d'un certain nombre de précisions, de sorte que :

- les personnes détenant une participation comprise entre 30% et le tiers au 1^{er} janvier 2010 bénéficient du maintien du seuil d'offre obligatoire du tiers ;
- les personnes détenant une participation comprise entre 30% et le tiers après le 1^{er} janvier 2010, résultant d'un engagement ferme conclu avant le 1^{er} janvier 2010, bénéficient du maintien du seuil d'offre obligatoire du tiers ;
- les personnes détenant une participation comprise entre 30% et le tiers entre le 1^{er} janvier 2010 et le 1^{er} février 2011, ne résultant pas d'un engagement ferme conclu avant le 1^{er} janvier 2010, doivent ramener leur participation en deçà de 30% avant le 1^{er} février 2012 ; à défaut, elles sont contraintes de déposer un projet d'offre publique ;
- les personnes venant à détenir une participation supérieure à 30% après le 1^{er} février 2011, ne résultant pas d'un engagement ferme conclu avant le 1^{er} janvier 2010, sont contraintes de déposer un projet d'offre publique.

A noter qu'un participant considère que la clause de "grand-père" devrait aussi s'appliquer sur le nouveau mode de calcul des seuils d'offre obligatoire (modification de l'assiette retenue). Ce point sera traité ci-dessous lors de l'examen de l'article 234-4.

I.3 – Mode de calcul du seuil de 30% et nouveau cas d'exemption

➤ *Modification du règlement général soumise à consultation*

L'article 50 I 1^o de la LRBF dispose que « *la détention directe ou indirecte d'une fraction du capital ou des droits de vote est appréciée au regard des articles L. 233-7 et L. 233-9 du code de commerce* », et renvoie au règlement général pour fixer « *la liste précise des accords ou instruments financiers mentionnés au 4^o du I de l'article L. 233-9 qui doivent être pris en compte pour la détermination de cette détention* ».

L'AMF a proposé que l'article 234-1 soit complété en conséquence, avec mention de la liste des instruments financiers figurant à l'article 223-11 II, afin de satisfaire l'exigence légale.

Enfin, il est proposé d'aménager l'actuel article 234-4 afin d'introduire un cas spécifique d'exemption d'offre obligatoire auquel il pourrait être recouru, notamment, si l'application des règles d'assimilation conduisait à faire peser l'obligation d'offre sur un actionnaire de façon injustifiée ou disproportionnée au regard des circonstances. Il s'agirait de viser les situations transitoires dans lesquelles le débiteur potentiel de l'obligation d'offre ne poursuit pas un objectif de prise de contrôle et s'engage à ramener sa détention en deçà du seuil d'offre publique concerné dans un délai raisonnable.

➤ **Suggestions des participants**

La proposition de compléter l'article 234-1, abondamment commentée, recueille une forte majorité de réponses défavorables : 1 participant se déclare favorable à la disposition proposée, 2 participants n'y sont pas opposés mais tempèrent leur adhésion par des commentaires ou des propositions, et 6 participants se déclarent hostiles à la disposition proposée.

- 1 participant se déclare favorable à la disposition proposée, en ce que la modification visant à compléter l'article 234-1 répond à l'exigence posée par la LRBF.
- 2 participants ne sont pas opposés à la disposition proposée mais formulent des commentaires ou des propositions :
 - 1 participant juge qu'il conviendrait de s'interroger sur l'opportunité d'aménager la définition et le périmètre des titres pris en considération pour le calcul du franchissement du seuil de l'offre publique obligatoire ;
 - 1 participant souhaiterait voir préciser, à l'article 234-1 alinéa 1, que « titres de capital » signifie « actions » (au sens du code de commerce) et non pas « titres donnant accès au capital » (au sens du code monétaire et financier) ; il propose également une précision rédactionnelle à l'article 234-1 alinéa 2.
- 6 participants se déclarent hostiles à la disposition proposée :
 - 6 participants soulignent que l'article 234-1 ne satisfait pas l'exigence légale de fixer la « liste précise » des accords ou instruments financiers qui doivent être pris en compte au titre du 4° du I de l'article L. 233-9 du code de commerce, puisque son énumération est précédée de l'adverbe « notamment ». Il conviendrait donc, alternativement, que l'AMF (i) supprime l'adverbe « notamment » (ii) établisse de manière exhaustive la liste de ces instruments financiers (iii) renvoie, le cas échéant, à une instruction ;
 - 2 participants jugent que le texte ne répond pas aux exigences légales en ce qu'il ignore les « accords financiers » ;
 - 1 participant considère qu'il n'est pas justifié que ne soient pas reprises les options à barrière activante ;
 - 1 participant estimerait utile (i) de préciser que les instruments financiers cités ne doivent être pris en compte que dans la mesure où ils permettent à leur titulaire d'acquérir des actions existantes, à leur seule initiative (ii) d'inclure pour le calcul des seuils d'offres obligatoires, les contrats fermes d'acquisition à terme, c'est-à-dire les contrats qui ne comportent aucune condition suspensives et qui se traduiront inéluctablement par l'acquisition d'actions, ainsi que les obligations échangeables qui présentent les mêmes caractéristiques (iii) d'exclure les instruments optionnels en ce qu'ils sont étrangers à la logique de changement de contrôle effectif qui sous-tend le régime des offres obligatoires ; à tout le moins, il faudrait que la prise en compte des instruments optionnels, pour les besoins des calculs des seuils d'offres obligatoires, soit limitée aux instruments qui peuvent être exercés immédiatement et qui sont dans la monnaie ;
 - 2 participants jugent qu'il conviendrait de retenir les modalités de calcul qui étaient applicables au 1^{er} janvier 2010, et non celles applicables à compter de l'entrée en vigueur de la LRBF, pour déterminer quels titres doivent être pris en considération pour estimer les participations détenues au 1^{er} janvier 2010 et identifier les actionnaires bénéficiaires de la clause de "grand-père" ;

- 1 participant considère que la logique des textes devrait aboutir à prévoir des dispositions transitoires spécifiques pour ceux qui franchiraient des seuils d'offres obligatoires du fait des nouveaux cas d'assimilation, au titre d'opérations antérieures à l'entrée en vigueur de la loi.

Options retenues par le Collège de l'AMF

Le Collège a décidé de préciser dans l'article 234-1 que :

- les instruments financiers pris en compte sont ceux énumérés à l'article 223-11 (la suppression de l'adverbe « notamment » satisfaisant l'exigence légale de fixer une « liste précise ») ;
- sont reprises les options à barrière activante, en indiquant expressément, pour les instruments financiers, que lorsque l'option ne peut être exercée que sous condition que le cours de l'action atteigne un seuil précisé au contrat, elle est assimilée aux actions dès que ce seuil est atteint ;
- les accords financiers pris en compte sont ceux mentionnés au 4° du I de l'article L. 233-9 du code de commerce, sous réserve de l'existence d'une barrière activante (cf. ci-dessus).

La proposition d'aménager l'article 234-4 afin d'introduire un cas spécifique d'exemption d'offre obligatoire recueille une majorité de réponses défavorables : 1 participant se déclare favorable à la disposition proposée, 3 participants n'y sont pas opposés mais tempèrent leur adhésion par des commentaires ou des propositions, et 2 participants se déclarent hostiles à la disposition proposée.

- 1 participant se déclare favorable à la disposition proposée, en ce que la réforme du mode de calcul du seuil de l'offre publique obligatoire résultant de la LRBF pouvait aboutir à des situations choquantes – notamment en l'absence de tout changement de contrôle.
- 3 participants ne sont pas opposés à la disposition proposée mais formulent des commentaires ou des propositions :
 - 1 participant estime que le nouveau mode de calcul prévu à l'article 234-4 risque d'être source d'insécurité juridique (dans la mesure où certains cas d'assimilation ont des contours mal définis) et de placer des investisseurs en situation d'offre publique obligatoire en l'absence de tout changement de contrôle ;
 - 1 participant juge que la rédaction du nouveau cas d'exemption prévu à l'article 234-4 est à parfaire en ce que (i) le projet n'indique pas si la notion de « finalité » doit s'apprécier *in abstracto* ou *in concreto* (ii) il serait souhaitable de supprimer la référence à la notion d'« accroissement du contrôle » qui ne fait pas l'objet d'une définition objective (iii) un renvoi à l'article L. 233-3 du code de commerce paraît opportun ;
 - 1 participant considère que la notion de « *contrôle de la société* » n'est pas clairement explicitée et devrait donner lieu à la précision selon laquelle le contrôle de la société s'entend d'un contrôle objectif au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ;
 - 1 participant estime que, compte tenu de l'origine du franchissement de seuil (qui peut provenir de l'application d'un des cas d'assimilation visés à l'article L. 233-9 du code de commerce), il n'apparaît pas opportun de ne parler que de reclassement et de limiter la validité de l'autorisation à six mois ;
 - 1 participant souligne qu'il convient d'éviter que l'interdiction d'exercer les droits de vote ne porte sur les actions « en dur » qui seraient détenues par ailleurs.
- 2 participants se déclarent hostiles à la disposition proposée :

- 1 participant juge que le délai de 6 mois en deçà duquel la dérogation ne pourra être octroyée est inadapté à la durée d'instruments tels que des obligations échangeables, ou des options d'achat d'actions ou d'actions gratuites accordées par la société à ses salariés et dirigeants, les périodes concernées étant beaucoup plus longues (par exemple, pour les options d'achat, au minimum 4 ans) ;
- 1 participant considère que l'AMF devrait prévoir, alternativement, deux systèmes de dérogation : (i) un premier autorisant le franchissement du seuil du tiers provoqué par l'entrée en vigueur de la loi et du nouveau périmètre, sous réserve que celui-ci ne soit que temporaire, et que l'actionnaire concerné ramène sa participation en-deçà du seuil de 30% dans un délai à déterminer par l'AMF selon les caractéristiques de chaque espèce (ii) un second permettant à l'AMF d'accorder une dérogation, en plaçant l'actionnaire concerné sous le régime de la clause de "grand-père" – l'actionnaire n'étant pas contraint d'abaisser sa participation, mais étant soumis au seuil du tiers.

Options retenues par le Collège de l'AMF

Le Collège a décidé de maintenir inchangée la rédaction soumise à consultation de l'article 234-4, en précisant toutefois que le contrôle de la société s'entend d'un contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

I.4 – Prix plancher de l'offre publique obligatoire

➤ *Modification du règlement général soumise à consultation*

L'article 50 I 2° de la LRBF prévoit que le prix minimum auquel doit être libellée l'offre publique obligatoire est « *égal* » (et non plus « *équivalent* ») au prix le plus élevé payé par l'initiateur de l'offre sur la période de douze mois précédant « *le fait générateur du franchissement de seuil* » (et non plus la période de douze mois précédant « *la date de dépôt du projet d'offre publique obligatoire* »).

L'AMF a proposé que le 1^{er} alinéa de l'article 234-6 soit modifié en conséquence.

➤ *Suggestions des participants*

La proposition de modification du 1^{er} alinéa de l'article 234-6, très peu commentée, recueille un nombre équivalent de réponses favorables et défavorables : 1 participant se déclare favorable à la disposition proposée, et 1 participant se déclare hostile à la disposition proposée.

- 1 participant se déclare favorable à la disposition proposée, en ce que la modification technique, entérinant les dispositions de la LRBF, ne peut qu'être soutenue.
- 1 participant se déclare hostile à la disposition proposée, et considère que la substitution de la notion de « *prix au moins égal* » à celle de « *prix au moins équivalent* », pour qualifier le prix minimum de référence, devrait rendre encore plus délicate la détermination des conditions financières susceptibles d'être offertes au marché, en particulier lorsque les opérations réalisées au cours de l'année précédant l'offre ont pris la forme d'opérations d'échange ou lorsque la contrepartie proposée dans le cadre de l'offre publique obligatoire ne se résume pas à du numéraire.

Options retenues par le Collège de l'AMF

Le Collège a décidé de maintenir inchangée la rédaction soumise à consultation de l'article 234-6, la référence à la notion de « prix au moins égal » résultant de la LRBF.

I.5 – Suppression de la garantie de cours

➤ *Modification du règlement général soumise à consultation*

L'article 53 de la LRBF supprime les actuels II et III de l'article L. 433-3 du code monétaire et financier, mettant fin à l'existence de la procédure de garantie de cours sur le marché réglementé et sur les systèmes multilatéraux de négociation organisés.

En conséquence, l'AMF a proposé que les actuels articles 235-1 à 235-4 soient supprimés.

➤ *Suggestions des participants*

La proposition de suppression des actuels articles 235-1 à 235-4, très peu commentée elle aussi, recueille une réponse favorable : 1 participant se déclare favorable à la disposition proposée, en ce que la modification technique, entérinant les dispositions de la LRBF, ne peut qu'être soutenue.

Options retenues par le Collège de l'AMF

Le Collège a décidé de supprimer le contenu actuel des articles 235-1 à 235-4 relatifs à la garantie de cours, en ce que cette suppression procède de la LRBF.

I.6 – Suppression de l'actuel article 234-3 et réaffectation de certaines de ses dispositions

➤ *Modification du règlement général soumise à consultation*

Du fait de la modification envisagée de l'article 234-2 (relatif aux offres obligatoires) par l'ajout des termes « *directement et indirectement* », en conformité avec l'article L. 433-1 I du code monétaire et financier, le maintien en l'état de l'article 234-3 – qui traite des situations de franchissement indirect du seuil du tiers consécutives d'une opération intervenant en amont de la chaîne de détention – peut s'avérer source d'interprétations contradictoires. Il est donc proposé de supprimer ou de réaffecter le contenu de cet article.

Il convient malgré tout d'en sauvegarder la dimension dérogatoire. L'article 234-3 prévoit en effet, dans sa rédaction actuelle, qu'une offre obligatoire n'est pas requise si la société fille ne constitue pas la part essentielle des actifs de la société mère, et ce dans trois cas correspondant au trois dispositions de l'article :

- prise de contrôle en amont de la chaîne de détention (1° de l'article 234-3) ;
- mise en concert en amont de la chaîne de détention, entraînant une prise de contrôle (2° de l'article 234-3) ;
- fusion ou apport en amont de la chaîne de détention (dernier alinéa de l'article 234-3).

Dans ce contexte, l'AMF a proposé :

- de supprimer le 1° de l'article 234-3 (relatif à la prise de contrôle en amont de la chaîne de détention) et de créer un 8° cas de dérogation à l'article 234-9 ;
- de réaffecter le 2° de l'article 234-3 (relatif à la mise en concert en amont de la chaîne de détention, entraînant une prise de contrôle) à l'article 234-7 ;
- de réaffecter le dernier alinéa de l'article 234-3 (relatif à la fusion ou l'apport en amont de la chaîne de détention) à l'article 234-2, et de créer un 9° cas de dérogation à l'article 234-9 ;
- de substituer les termes d'« *actif essentiel* » aux termes de « *part essentielle des actifs* » figurant dans les dispositions issues de l'actuel article 234-3, par souci d'homogénéité avec les dispositions des articles 231-13 et 231-18 du règlement général issues de l'actuel IV de l'article L. 433-3 du code monétaire et financier.

➤ **Suggestions des participants**

La proposition de suppression de l'actuel article 234-3 et la réaffectation de certaines de ses dispositions recueille 4 réponses favorables mais tempérées par des commentaires ou des propositions, 1 participant se déclarant toutefois hostile à la disposition proposée.

- 4 participants ne sont pas opposés à la disposition proposée mais formulent des commentaires ou des propositions :
 - 1 participant estime qu'il conviendrait d'ajouter un cas de dérogation pour viser l'hypothèse dans laquelle la participation détenue ne représente pas un actif essentiel de la société détentrice, cette dérogation étant nécessaire à la transposition des conditions posées par l'actuel article 234-2 (elle est d'ailleurs prévue par l'article 234-9, 8° lorsqu'il n'y a pas mise en concert en amont de la chaîne) ;
 - 1 participant juge qu'il serait cohérent de préciser au dernier alinéa de l'article 234-2 que le concert doit s'entendre « au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce » ;
 - 1 participant propose de modifier les modalités d'application de la « dérogation » prévue à l'actuel article 234-7 2°, la dernière condition prévue à cet article (absence de franchissement par le demandeur de l'un des seuils visés aux articles 234-2 et 234-5) rendant son application très rare et délicate ;
 - 1 participant estime opportun de préciser que la substitution des termes « *part essentielle des actifs* » par ceux d'« *actif essentiel* » a pour seul objet d'harmoniser les dispositions du code monétaire et financier et du règlement général de l'AMF, et ne remet pas en cause le raisonnement que développe usuellement l'AMF pour apprécier le caractère essentiel de la participation ;
 - 1 participant considère qu'il conviendrait de clarifier la notion de « groupe » mentionnée à l'article 234-9 7°, notamment en ce qui concerne les personnes physiques.
- 1 participant se déclare hostile à la disposition proposée, considérant que l'ajout des termes « dans tous les cas susvisés » dans le dernier alinéa de l'article 234-7 est source d'ambiguïtés, en ce que l'on ignore si cet alinéa constitue un cas de dépôt d'une offre publique obligatoire ou, au contraire, un cas autonome de « dérogation » à l'obligation de déposer une offre publique (la 1^{ère} option étant, selon ce participant, la plus plausible). Une clarification de l'éventuelle autonomie du dernier alinéa de l'article 234-7 au titre des cas de « dérogations » semblerait ainsi opportune dans la mesure où elle assurerait aux émetteurs une plus forte sécurité juridique.

Options retenues par le Collège de l'AMF

Le Collège a décidé de supprimer l'actuel article 234-3 et de réaffecter certaines de ses dispositions dans les conditions soumises à consultation, en précisant toutefois au dernier alinéa de l'article 234-2 que le concert s'entend d'un concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce.

II – MODIFICATIONS DES DISPOSITIONS DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF RELATIVES AU REGIME DES OFFRES PUBLIQUES SUR LES SYSTEMES MULTILATERAUX DE NEGOCIATION ORGANISES

Les modifications ci-dessous s'entendent sans préjudice des dispositions de l'article L. 433-5 du code monétaire et financier qui prévoient que les sociétés ayant fait l'objet d'un transfert du marché réglementé vers Alternext se voient appliquer les règles d'offres publiques en vigueur sur le marché réglementé pendant trois ans à compter de la date du transfert.

Le chapitre V, jusqu'ici consacré à la « procédure de garantie de cours », est désormais dédié aux seules offres publiques mises en œuvre sur les systèmes multilatéraux de négociation organisés (en l'occurrence Alternext).

II.1 – Suppression de la garantie de cours et instauration de l'offre publique obligatoire

➤ *Modification du règlement général soumise à consultation*

L'article 53 de la LRBF supprime sur Alternext la procédure de garantie de cours, et lui substitue l'offre obligatoire en cas de franchissement, direct ou indirect, seul ou de concert, du seuil de 50% du capital ou des droits de vote.

En conséquence, l'AMF a proposé que l'article 235-2 transpose aux sociétés cotées sur Alternext les dispositions relatives aux offres publiques obligatoires du chapitre IV en vigueur sur le marché réglementé, en substituant au seuil de 30% celui de 50% – certaines dispositions dudit chapitre, non transposables à Alternext, étant exclues de cette exportation (articles 234-5, 234-7 2°, 234-7 alinéa 4 et 234-11). Les modalités de l'offre obligatoire sur Alternext seraient calquées sur celles de l'offre de procédure simplifiée sur un marché réglementé (10 jours minimum, ordre d'achat sur le marché, centralisation à titre exceptionnel).

➤ *Suggestions des participants*

La proposition de modifier l'article 235-2, peu commentée, recueille des réponses globalement favorables, en ce que 3 participants n'y sont pas opposés mais tempèrent leur adhésion par des commentaires ou des propositions :

- 1 participant juge qu'il conviendrait de mentionner, à la fin de l'article 235-2, que le seuil de 50% se calcule en « *titres de capital ou droits de vote de la société* » ;
- 1 participant considère que des dérogations spécifiques complémentaires pourrait être prévues en cas (i) d'augmentation de capital réservée, dans la mesure où les actionnaires ont la possibilité de se prononcer sur l'opération en assemblée générale (ii) d'exercice de titres donnant accès au capital (conversion d'obligations convertibles, exercice de bons, par exemple) dans la mesure où les actionnaires minoritaires pouvaient anticiper leur dilution (iii) d'obtention d'un droit de vote double, que les actionnaire minoritaires étaient en mesure d'anticiper en ayant connaissance des statuts de l'émetteur ;

- 1 participant estime qu'une dérogation spécifique complémentaire pourrait être prévue en cas de réussite d'une offre volontaire plaçant son initiateur en situation d'offre publique obligatoire (dépassement du seuil de 50% du capital ou des droits de vote à l'issue de l'offre volontaire), sous réserve du respect, dans l'offre initiale, des principes directeurs des offres publiques.

Options retenues par le Collège de l'AMF

Compte tenu de la spécificité d'Alternext, le Collège a décidé de mener une réflexion sur la possibilité de compléter l'article 235-2 par des cas de dérogations complémentaires, lesquels seront alors soumis à consultation.

II.2 – Instauration des procédures d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, et de retrait obligatoire

➤ *Modification du règlement général soumise à consultation*

En conséquence des articles 54 de la LRBF et L. 433-4 V du code monétaire et financier, l'AMF a proposé qu'un nouvel article 235-4 rende par ailleurs applicable les dispositions des articles 236-1, 261-3 et 236-7, ainsi que celles du chapitre VII relatives au retrait obligatoire, aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1, ou ont cessé de l'être.

Seraient ainsi étendues à Alternext les procédures d'offre publique de retrait (à l'exception des OPR visées aux articles 236-5 et 236-6), de retrait obligatoire à l'issue d'une OPR et de retrait obligatoire à l'issue d'une offre publique relevant de l'article L. 433-3 II du code monétaire et financier dans les trois mois suivant sa clôture, sur les titres de capital ou donnant accès au capital des sociétés cotées sur Alternext.

La mise en œuvre d'une OPR-RO sur des titres ayant cessé d'être négociés sur Alternext du fait d'une radiation préalable, serait également possible.

➤ *Suggestions des participants*

La proposition de créer un nouvel article 235-4, peu commentée elle aussi, recueille des réponses favorables : 2 participants se déclarent favorables à la disposition proposée, et 2 participants n'y sont pas opposés mais tempèrent leur adhésion par des commentaires ou des propositions.

- 2 participants se déclarent favorables à la disposition proposée, en ce que la modification technique, entérinant les dispositions de la LRBF, ne peut qu'être soutenue et n'appelle pas d'observation spécifique.
- 2 participants ne sont pas opposés à la disposition proposée mais formulent des commentaires ou des propositions, en ce qu'il serait opportun (i) de parfaire l'ordre de citation des articles (236-1, 236-3, 236-7 et 261-3) (ii) de viser les sociétés dont les actions (et non les titres) sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation, par cohérence avec les actuels articles 236-1 et 236-3 (iii) d'ajouter un renvoi à l'article 236-3 relatif à la procédure d'offre publique de retrait déposée par les majoritaires d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé (iv) de supprimer la référence à l'article 261-3, relatif au recours à l'expertise indépendante, qui ne semble pas s'imposer puisque la rédaction du Titre VI n'en limite pas l'application au marché réglementé.

Options retenues par le Collège de l'AMF

Le Collège a décidé de corriger l'erreur matérielle présente dans la rédaction soumise à consultation de l'article 235-4 en retenant que ce sont les dispositions des articles « 236-1, 236-3 et 236-7 » ainsi que celles du chapitre VII qui sont applicables aux sociétés cotées sur Alternext, ou ont cessé de l'être.

III – MODIFICATIONS DES DISPOSITIONS DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF RELATIVES A LA MISE EN ŒUVRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT OBLIGATOIRE EN CAS DE FUSION INTRA-GROUPE

➤ Modification du règlement général soumise à consultation

L'article 51 de la LRBF a amendé la rédaction de l'article L. 433-4 du code monétaire et financier de sorte à préciser que la fusion concernée par la procédure d'OPR est une fusion de la société « *avec la société qui la contrôle ou avec une autre société contrôlée par celle-ci* », soit une fusion-absorption d'une ou plusieurs sociétés filles par la société mère ou une fusion intragroupe entre sociétés sœurs.

En conséquence, l'AMF a proposé que l'article 236-6 soit reformulé, afin d'être conforme avec la nouvelle rédaction du code monétaire et financier.

➤ Suggestions des participants

La proposition de reformuler l'article 236-6, peu commentée, recueille des réponses favorables : 1 participant se déclare favorable à la disposition proposée, et 2 participants n'y sont pas opposés mais tempèrent leur adhésion par des commentaires ou des propositions.

- 1 participant se déclare favorable à la disposition proposée, en ce que la modification technique, entérinant les dispositions de la LRBF, ne peut qu'être soutenue.
- 2 participants ne sont pas opposés à la disposition proposée mais formulent des commentaires ou des propositions :
 - 1 participant juge souhaitable d'indiquer, au 1^{er} alinéa, que la notion de contrôle dont il est question est celle de l'article L. 233-3 du code de commerce ;
 - 1 participant estime qu'il conviendrait de préciser que les opérations concernées sont (i) la fusion-absorption d'une société « cotée » avec sa société mère et (ii) la fusion-absorption, intragroupe, d'une société « cotée » avec l'une de ses sociétés sœurs.

Options retenues par le Collège de l'AMF

Le Collège a décidé de maintenir inchangée la rédaction soumise à consultation de l'article 236-6, en précisant toutefois que le contrôle de la société s'entend d'un contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

IV – AUTRES MODIFICATIONS DES DISPOSITIONS DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF

➤ Modification du règlement général soumise à consultation

A l'occasion de l'adoption de la LRBF, un certain nombre de modifications de moindre importance ou de mises en cohérence des articles du règlement général sont proposées.

Parmi celles-ci, des précisions sont proposées aux articles 231-7 et 231-52 concernant le régime des restrictions et des déclarations des interventions en période d'offre :

- l'article 231-7 poserait le principe selon lequel « *les restrictions d'intervention sur les titres concernés par une offre publique (...) ne sont pas applicables aux acquisitions qui résultent d'un accord de volonté antérieur au début de la période d'offre, ou le cas échéant de la période de préoffre* » ;
- l'article 231-52 viserait explicitement l'activité d'arbitrage de risques des prestataires de services d'investissement (PSI) ;
- un 3ème alinéa serait introduit à l'article 231-52, aux termes duquel, au-delà d'un seuil de détention de 5%, le PSI non concerné serait présumé ne plus remplir les critères de l'article 231-52 lui permettant de déclarer ses positions selon le régime déclaratif allégé.

➤ Suggestions des participants

La proposition de modifier l'article 231-7, peu commentée, recueille une courte majorité de réponses favorables : 2 participants n'y sont pas opposés mais tempèrent leur adhésion par des commentaires ou des propositions, et 1 participant se déclare hostile à la disposition proposée.

- 2 participants ne sont pas opposés à la disposition proposée mais formulent des commentaires ou des propositions :
 - 1 participant estime qu'il serait plus cohérent que les nouvelles dispositions de l'article 231-7 figurent, non dans la sous-section relative aux principes généraux des offres publiques, mais en introduction de la section 11 relative aux interventions sur les titres concernés par l'offre publique ;
 - 1 participant juge qu'il conviendrait, par souci de cohérence, d'introduire une dérogation à l'interdiction absolue d'intervention posée par l'article 622-1.
- 1 participant se déclare hostile à la disposition proposée, en ce que le nouveau texte (i) de par la généralité de ses termes, pourrait être invoqué par un initiateur qui entendrait s'affranchir des restrictions concernant, non pas seulement le principe, mais également le prix des interventions en cours d'offre (article 231-39 pour les interventions entre la clôture et la publication des résultats, et article 234-14 pour la surenchère automatique) (ii) suggère la possibilité de tenir en échec l'interdiction d'acheter en cours d'offre, faite à l'initiateur d'une offre assortie de conditions (article 232-14 *a contrario*) (iii) engendre le risque d'un conflit de textes avec le principe du libre jeu des offres publiques et des surenchères, en ce que la notion « d'accord de volontés » pourrait aussi être invoquée en présence d'options d'achat, ou d'acquisitions de titres réalisées en exécution, par exemple, de droits de préemption prévus dans des pactes d'actionnaires (iv) engendre le risque que des acquisitions, dénouées pendant l'offre au bénéfice de ce texte, n'échappent à la règle nouvelle qui fait s'achever au fait générateur de l'offre publique obligatoire la période de 12 mois dont on doit extraire le prix le plus élevé afin de déterminer le prix minimum que l'initiateur doit offrir : en effet, seul entre en ligne de compte, le prix « payé » par l'initiateur pendant cette période ; or si une acquisition de titres issue d'un accord de volontés trouvé pendant cette période de 12 mois n'est dénouée qu'après, il n'est pas certain qu'elle caractérisera l'existence d'un « paiement » survenu pendant cette période et que son prix entrera légalement en ligne de compte dans la détermination du prix minimum de l'offre obligatoire.

Options retenues par le Collège de l'AMF

Le Collège a décidé de maintenir inchangée la rédaction soumise à consultation, en faisant toutefois figurer ces dispositions, non à l'article 231-7 placé dans la section 1 relative aux principes généraux des offres publiques, mais au sein d'un nouveau I de l'article 231-38 placé dans la section 11 relative aux interventions sur les titres concernés par l'offre publique – de manière à éviter tout risque de conflit de textes avec le principe du libre jeu des offres publiques et des surenchères, qui demeure applicable au cas d'espèce.

La proposition de modifier l'article 231-52, très peu commentée elle aussi, recueille une réponse favorable : 1 participant n'y est pas opposé mais tempère son adhésion par des commentaires ou des propositions, souhaitant que (i) l'article 231-52 1° donne une définition des « pratiques habituelles en matière d'arbitrage ou de couverture des risques », autorisant les PSI non concernés à bénéficier d'une dérogation (ii) l'article 231-52 2° fixe le seuil de détention, au-delà duquel le PSI devra abandonner le régime allégé, à 2% – afin de promouvoir la transparence des opérations.

Options retenues par le Collège de l'AMF

Le Collège a décidé de :

- maintenir inchangée la rédaction soumise à consultation de l'article 231-52 ;
- supprimer dans l'article 231-51 la référence à la détention de concert.