

# CHAPITRE 3

## Les opérations financières et la qualité de l'information

1 – L'évolution réglementaire et l'action de l'AMF en 2008	99
2 – La publication et la diffusion de points de doctrine en 2008 (hors offres publiques d'acquisition)	104
3 – L'évolution de l'activité en 2008 (hors offres publiques d'acquisition)	108
4 – Les offres publiques d'acquisition	119
5 – Les aspects comptables	132

L'année 2008 a été marquée par de nombreuses réformes législatives. En effet, la loi de modernisation de l'économie (LME) a été la source de multiples modifications du droit financier destinées à renforcer la compétitivité et l'attractivité de la Place de Paris. Elles concernent principalement la réforme de l'appel public à l'épargne et du droit des titres, la simplification du régime de rachat d'actions et la modernisation du régime des déclarations de franchissement de seuil et des déclarations d'intention. Par ailleurs, la directive sur les fusions transfrontalières a été transposée en droit interne. Enfin, la mise en place du dispositif d'archivage de l'information réglementée a été achevée.

Dans le cadre de sa démarche « Pour une meilleure régulation », lancée en 2006 et pour répondre aux attentes des professionnels, l'Autorité des marchés financiers a publié un certain nombre de positions, notamment relatives aux règles applicables aux augmentations de capital par voie d'attribution gratuite de bons de souscription d'actions (BSA) ou avec droit préférentiel de souscription (DPS) et aux opérations d'émission d'obligations à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR). L'AMF a également lancé une consultation sur l'assouplissement des conditions d'introduction en bourse.

Sur le plan des opérations financières, l'activité a été particulièrement réduite dans la seconde partie de l'année 2008 tant pour les introductions en bourse sur Euronext et les inscriptions sur Alternext, que pour les visas délivrés pour l'admission de titres de créance ou de capital. La première partie de l'année a été marquée par la fusion GDF-Suez et l'introduction en bourse de Suez Environnement Company. Par ailleurs, plusieurs banques ont procédé à des opérations d'augmentations de capital significatives. Enfin, les premières admissions sur le compartiment professionnel ont eu lieu avec les sociétés Anheuser Bush et Vale.

Dans le domaine des offres publiques, la Cour d'appel de Paris a confirmé en 2008 la décision de l'AMF dans le dossier Eiffage, concluant au fait qu'il n'y avait plus lieu de faire obligation à Sacyr de déposer un projet d'offre publique sur les actions Eiffage dans la mesure où Sacyr avait cédé la totalité de sa participation au capital d'Eiffage sans n'avoir jamais pu prendre le contrôle de celle-ci. La Cour d'appel de Paris a également confirmé les deux décisions de non-conformité, prises par l'AMF en 2007, en raison d'actions de concert.

## 1 – L'évolution réglementaire et l'action de l'AMF en 2008

### A – Les impacts de la loi de modernisation de l'économie

La loi de modernisation de l'économie (LME) du 4 août 2008 a habilité le Gouvernement à prendre par ordonnances les mesures législatives qu'appelait, dans le domaine du droit financier, le renforcement de la compétitivité et de l'attractivité de la Place de Paris. Sur la base de cette habilitation, plusieurs réformes lancées dans le cadre des travaux du Haut comité de Place ont été finalisées.

#### 1 > La réforme de l'appel public à l'épargne

L'ordonnance du 22 janvier 2009<sup>(1)</sup> a procédé à une vaste réforme de l'appel public à l'épargne afin de rendre le droit français plus lisible pour les émetteurs étrangers et de renforcer la compétitivité de la Place de Paris.

Cette réforme a pour axe principal la suppression de la notion d'appel public à l'épargne qui recouvre à la fois la cotation sur un marché réglementé et l'émission ou la cession de titres dans le public. L'ordonnance du 22 janvier refonde le droit financier français en séparant ces deux notions et en les dotant de régimes juridiques autonomes. Corrélativement, le statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne, qui n'avait pas d'équivalent en droit communautaire, disparaît. Le régime juridique des

(1) Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière.

émetteurs dont les titres sont admis sur un marché réglementé n'est pas modifié et relève des directives européennes Prospectus, Transparence et Abus de marché. Les émetteurs dont les titres sont cotés sur Alternext demeurent tenus par les obligations légales dont l'opérateur de marché aura demandé l'application. En revanche, les émetteurs qui feront une offre au public de titres financiers, sans en demander l'admission aux négociations sur un marché réglementé ni sur Alternext, ne seront soumis qu'à l'obligation ponctuelle de publier, préalablement à la réalisation de cette opération, un prospectus visé par l'AMF.

La réforme offre par ailleurs aux émetteurs la possibilité de réaliser des augmentations de capital sans offre au public, par voie de placement privé, dans les conditions de prix prévues par le code de commerce et dans la limite de 20% du capital social par an.

L'ordonnance entrant en vigueur le 1<sup>er</sup> avril 2009, ce délai a été mis à profit pour apporter au règlement général de l'AMF les modifications et les aménagements nécessaires qui ont fait l'objet d'une consultation publique jusqu'au 13 février 2009<sup>(2)</sup>.

## 2 > La simplification du régime des rachats d'actions

La loi de modernisation de l'économie (LME) a ouvert aux sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur les systèmes multilatéraux de négociations organisés la faculté de procéder à des rachats d'actions pour favoriser la liquidité de leurs titres.

Elle a également habilité le Gouvernement à simplifier par ordonnance le régime de publicité des rachats d'actions. L'ordonnance du 30 janvier 2009<sup>(3)</sup> modifie ainsi les articles L. 225-209 à L. 225-211 du code de commerce afin, d'une part, d'assouplir les conditions de mise en œuvre des contrats de liquidité et, d'autre part, de simplifier et d'améliorer les obligations de publicité en la matière.

Pour la mise en œuvre des contrats de liquidité, le nouveau texte met fin à l'obligation de mise au nominatif des titres rachetés dans le cadre d'un contrat de liquidité et prévoit la prise en compte du seul solde net des achats réalisés pour le calcul du plafond de 10% en flux. Ainsi, lorsque les actions sont rachetées pour favoriser la liquidité, le nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la limite de 10% du capital correspond au nombre d'actions achetées, déduction faite du nombre d'actions revendues pendant la durée de l'autorisation.

Quant à l'amélioration de la cohérence de l'information sur les rachats d'actions, l'ordonnance prévoit deux séries de mesures. En premier lieu, elle met fin à l'obligation pour la société d'établir un rapport spécial, celui-ci faisant double emploi avec les informations devant figurer dans le rapport de gestion annuel, et complète ce dernier des éléments qui sont actuellement inclus dans le seul rapport spécial, c'est-à-dire l'information sur les finalités (nombre des actions utilisées et éventuelles réallocations dont elles ont fait l'objet). En second lieu, l'ordonnance supprime l'obligation pour l'AMF de porter à la connaissance du public les déclarations mensuelles d'achat et de cession par les sociétés de leurs actions, les sociétés devant d'ores et déjà communiquer aujourd'hui une information hebdomadaire au marché par mise en ligne sur leur site internet.

## 3 > La modernisation du régime des déclarations de franchissement de seuil et des déclarations d'intention

Le 23 octobre 2008, l'AMF a mis en consultation publique le rapport du groupe de travail<sup>(4)</sup> sur les déclarations de franchissement de seuil et les déclarations d'intention. Constitué en février 2008, ce groupe, dont la présidence a été confiée à M. Bernard Field, membre du Collège, a été chargé de formuler des propositions, y compris de nature législative, afin de remédier aux inconvénients qui résultent

(2) Document de consultation disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Consultations ».

(3) Ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuil et aux déclarations d'intentions.

(4) Rapport du groupe de travail disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Publications > Rapports de groupes de travail ».

tent du recours à certains instruments dérivés pour acquérir une influence sur une société cotée sans avoir à la révéler, ou pour procéder à une prise de contrôle rampante. Certains comportements, dont en dernier lieu les conditions de la prise de participation de Porsche dans Volkswagen, ont en effet mis ce problème en relief.

Le groupe de travail a formulé 20 recommandations relatives au renforcement de la transparence des prises de participation afin, notamment, d'appréhender les techniques sophistiquées utilisées par certains opérateurs pour prendre des positions économiques au capital des sociétés cotées comme le recours à des options ou des contrats financiers avec paiement d'un différentiel (*contracts for difference*, CFD). En revanche, le groupe a considéré que les titres hybrides dont le sous-jacent n'est pas encore émis (OCA, OCEANE, BSA, etc.) ne devraient pas être pris en compte dans le calcul de seuil de détention mais faire l'objet, comme actuellement, d'une information séparée.

Les déclarations d'intention demeurent un outil pertinent de détection des prises de contrôle qu'il est souhaitable d'améliorer. Ainsi, l'élaboration d'un formulaire proche du *Schedule 13D* américain devrait permettre de résoudre partiellement les difficultés rencontrées dans la pratique qui tiennent au caractère peu explicite des déclarations.

La modification de l'assiette de calcul des seuils donnant lieu à déclaration a également conduit le groupe à s'interroger sur les modalités de calcul et le niveau du seuil de déclenchement de l'offre obligatoire pour le rendre cohérent avec la configuration des assemblées générales des sociétés cotées, sans qu'un consensus puisse être obtenu sur chacun de ces points.

Prise sur le fondement de la LME, l'ordonnance du 30 janvier 2009<sup>(5)</sup> a retenu une partie des recommandations, de niveau législatif, préconisées par le groupe de travail de l'AMF. Les instruments dérivés feront l'objet d'un traitement différencié selon qu'ils confèrent ou non à leur titulaire le droit inconditionnel d'acquérir des actions. Dans le premier cas, ils seront assimilés aux actions détenues en propres, dans le second, ils feront l'objet d'une simple mention informative dans la déclaration de franchissement de seuil. Enfin, le régime des déclarations d'intention est adapté conformément aux préconisations du rapport.

#### 4 > La libéralisation du régime des actions de préférence

Instituées en 2004<sup>(6)</sup>, les actions de préférence n'ont pas rencontré le succès attendu. En effet, il semblerait que le maintien d'un droit préférentiel de souscription attaché à ces actions et la faculté pour les porteurs d'exiger le rachat de leurs actions lorsque celles-ci ne sont plus liquides s'avèrent incompatibles avec le classement des actions de préférence en fonds propres réglementaires dans les institutions financières.

Pour y remédier, deux séries de modifications ont été apportées au régime des actions de préférence.

Tout d'abord, la LME a privé les actions de préférence de droit préférentiel de souscription dès lors qu'elles ne sont pas assorties d'un droit de vote. L'ordonnance du 6 novembre 2008<sup>(7)</sup>, prise sur le fondement de l'habilitation contenue dans la LME, a précisé, s'agissant de la suppression du droit préférentiel de souscription, que la condition tenant à l'absence de droit de vote s'appréciait « à l'émission » des actions de préférence, afin de prendre en compte l'hypothèse dans laquelle, postérieurement à l'émission, l'action retrouvait un droit de vote. L'ordonnance a par ailleurs supprimé la possibilité, pour les sociétés cotées sur un marché réglementé, de prévoir le rachat des actions de préférence pour des raisons d'illiquidité des titres : c'est le régime prévu à l'article L. 228-12 du code du commerce qui s'appliquera donc désormais.

(5) Ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuil et aux déclarations d'intentions.

(6) Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 sur les valeurs mobilières.

(7) Ordonnance n° 2008-1145 relative aux actions de préférence.

## 5 > La réforme du droit du titre

Afin d'améliorer la lisibilité du droit français, notamment pour les investisseurs étrangers, l'ordonnance du 8 janvier 2009<sup>(8)</sup> réorganise la nomenclature des instruments financiers, en divisant cette catégorie en deux sous-catégories : les titres financiers et les contrats financiers. Les titres financiers regroupent les titres de capital et les titres de créance, ainsi que les parts d'organismes de placement collectif (OPC). Les contrats financiers correspondent exactement aux instruments financiers à terme.

## B – La recommandation de l'AMF relative à l'information à donner dans les documents de référence sur les rémunérations des mandataires sociaux

A la suite de la publication, le 6 octobre 2008, des recommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé adoptées par le MEDEF et l'AFEP, le Conseil des ministres du 7 octobre 2008 a précisé, dans un communiqué, son souhait que les conseils d'administration des entreprises concernées adhèrent formellement à ces recommandations avant la fin de l'année 2008 et veillent à leur application rigoureuse.

Le 13 janvier 2009, l'AMF a publié un premier bilan des communiqués diffusés par les sociétés cotées concernant les recommandations AFEP-MEDEF sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux. Une importante mobilisation des sociétés cotées a été observée, puisqu'au 7 janvier 2009, il est apparu que 94% des plus fortes capitalisations françaises de la Bourse de Paris avaient adhéré à ce code<sup>(9)</sup>.

Par ailleurs, l'AMF a publié, le 22 décembre 2008, une recommandation<sup>(10)</sup> réalisant une synthèse des informations à fournir dans le document de référence au regard des différents textes existants. En effet, les obligations des sociétés cotées en matière d'information sur les rémunérations et les avantages des mandataires sociaux résultent de sources législatives et réglementaires, françaises et européennes.

### 1 > Les mandataires sociaux visés par la recommandation de l'AMF

La recommandation de l'AMF vise l'ensemble des mandataires sociaux (gérant, président du conseil d'administration, directeur général et directeurs généraux délégués, administrateurs et membres du directoire et du conseil de surveillance). Néanmoins, s'agissant des dispositions issues des recommandations AFEP-MEDEF relatives au non-cumul du mandat social avec un contrat de travail, seuls sont concernés le président du conseil d'administration, le président-directeur général et le directeur général dans les sociétés à conseil d'administration, le président du directoire et le directeur général unique dans les sociétés à directoire et à conseil de surveillance et le gérant dans les sociétés en commandite par actions.

### 2 > Les informations à inclure dans le document de référence

La recommandation de l'AMF reprend en particulier les tableaux élaborés par les associations professionnelles. Les sociétés détaillent dans le cadre de ces tableaux les éléments constitutifs de la rémunération des mandataires sociaux visés par la recommandation au titre de l'exercice concerné et de l'exercice précédent.

(8) Ordonnance n° 2009-15 relative aux instruments financiers.

(9) Cf. communiqué de presse de l'AMF du 13 janvier 2009. Bilan des communiqués publiés par les sociétés cotées concernant les recommandations AFEP-MEDEF sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux, disponible sur le site internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), rubrique « Communiqués ».

(10) Recommandation publiée dans la Revue mensuelle de l'AMF de janvier 2009, n° 54. Cette recommandation annule et remplace l'interprétation relative aux rémunérations des mandataires sociaux et programmes d'options publiée par l'AMF le 27 janvier 2006, dans le cadre du guide d'élaboration des documents de référence. Elle prend effet pour les documents de référence 2008 publiés en 2009.

Par ailleurs, dans le document de référence, les émetteurs précisent leur politique vis-à-vis des recommandations AFEP-MEDEF d'octobre 2008 et présentent la décision adoptée par leur conseil d'administration ou de surveillance vis-à-vis de ces recommandations. S'ils n'appliquent pas une partie des recommandations, les émetteurs expliquent les raisons qui motivent cette décision selon le principe « appliquer ou expliquer » (*comply or explain*)<sup>(11)</sup>.

## C – La consultation publique sur l'assouplissement de certaines règles d'introduction en bourse

L'AMF propose un certain nombre d'aménagements soumis à consultation publique afin d'assouplir certaines règles d'admission sur le marché réglementé dans le cadre d'une introduction.

### 1 > L'allocation des demandes des investisseurs personnes physiques

Depuis plusieurs années, le régulateur français s'assure que 10% du placement sont réservés aux investisseurs particuliers lors des introductions en bourse. L'objet de cette mesure est de garantir un accès des particuliers au marché primaire.

L'article 315-35 du règlement général prévoit une présomption de traitement équitable des personnes physiques lorsqu'une procédure centralisée par l'entreprise de marché est mise en place. En d'autres termes, tout autre traitement reste envisageable dès lors qu'il est justifié. C'est pourquoi les modifications apportées à l'article 315-35 du règlement général visent à supprimer l'ajout relatif au traitement des cas particuliers dans le corps du règlement général. Ainsi, lorsqu'une procédure de placement conçue à l'intention des investisseurs institutionnels coexiste avec une ou plusieurs procédures conçues à l'intention des investisseurs particuliers, il est proposé que le prestataire chef de file prévoit un mécanisme de transfert susceptible d'assurer un traitement équitable entre les investisseurs institutionnels et les investisseurs particuliers dont le mécanisme et ses conditions de mise en œuvre sont décrits dans le prospectus soumis au visa préalable de l'AMF.

### 2 > L'encadrement du prix dans une fourchette de 15%

L'AMF subordonne le caractère irrévocable des ordres de souscription à un encadrement du prix lorsque l'opération consiste en une offre à prix inconnu<sup>(12)</sup>. Plus spécifiquement, le prix est encadré dans une fourchette impérative de + ou - 7,5% autour d'un cours pivot.

Cette règle soulève certaines difficultés d'application. En effet, en pratique, l'appréciation de la juste valeur des titres d'une société dont les titres ne sont pas encore admis aux négociations sur un marché réglementé peut s'avérer délicate, soit en raison du secteur d'activité ou du modèle économique, soit en raison d'une forte volatilité du marché. Enfin, au plan juridique, cette pratique française ne résulte pas des textes européens<sup>(13)</sup> ni de leur transposition dans le règlement général de l'AMF<sup>(14)</sup>.

(11) Introduit dans le code de commerce par la loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire.

(12) La COB avait lancé une consultation publique auprès d'intermédiaires financiers, de commissaires aux comptes, d'avocats et d'associations professionnelles. L'objet de cette consultation portait sur une réforme de la pratique du contrôle des opérations financières et de la délivrance du visa à la lumière des pratiques des régulateurs étrangers et des besoins de la Place pour ses développements futurs. Cf. Bulletin mensuel de la COB de juillet-août 2002, n° 370.

(13) La directive Prospectus prévoit que lorsque le prix définitif de l'offre et le nombre définitif des valeurs mobilières offertes au public ne peuvent être inclus dans le prospectus, les Etats membres doivent veiller à ce que (i) les critères de détermination sur la base desquels ces éléments seront déterminés ou (ii) le prix maximum de l'offre soient obligatoirement communiqués dans le prospectus.

Le règlement européen Prospectus précise que la note relative aux valeurs mobilières doit inclure au minimum lorsqu'il s'agit d'actions les informations suivantes relatives à la fixation du prix :

> le prix auquel les valeurs mobilières sont offertes ou

> la méthode de fixation du prix de l'offre, s'il n'existe pas de marché établi et/ou liquide pour les valeurs mobilières.

(14) L'article 212-17 du règlement général de l'AMF exige uniquement l'indication du prix maximum de l'opération.

Pour l'ensemble de ces raisons, l'AMF propose les aménagements suivants :

- > le maintien de l'affichage d'une fourchette de prix dans la mesure où l'indication d'une telle fourchette ressort d'une pratique de marché en France comme dans le reste de l'Europe ;
- > l'élargissement de la taille de la fourchette maximale à + ou - 10%, taille proche des pratiques observées sur les autres places. L'élargissement de la fourchette permettrait de maintenir une information adéquate des investisseurs tout en donnant une plus grande marge de manœuvre aux PSI chargés du placement ;
- > la possibilité pour l'émetteur de choisir une fourchette dont la limite basse serait indicative ou impérative. Dans le cas d'une fourchette indicative, l'émetteur pourrait donc, sans visa complémentaire, fixer un prix définitif en dessous de la fourchette, les ordres n'étant pas révocables. Toutefois, un visa complémentaire resterait requis si le nouveau prix avait un impact significatif sur les autres caractéristiques de l'opération ou sur la situation financière de l'émetteur.

## D – La transposition de la directive sur les fusions transfrontalières

La loi du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire ainsi que le décret du 5 janvier 2009 transposent, en droit français, la directive relative aux fusions transfrontalières de sociétés de capitaux<sup>(15)</sup>.

Une section spéciale du code de commerce est dorénavant consacrée aux fusions transfrontalières auxquelles peuvent participer les sociétés anonymes, les sociétés en commandite par actions, les sociétés européennes immatriculées en France et les SARL. Une telle opération doit être réalisée avec une ou plusieurs sociétés de capitaux, deux d'entre elles au moins relevant de la législation d'Etats membres différents.

Si l'une des sociétés participant à la fusion transfrontalière est soumise à une législation nationale qui le permet, le traité de fusion peut prévoir le versement en espèces d'une soulte supérieure à 10% de la valeur nominale ou, à défaut, du pair comptable des titres, parts ou actions attribuées, par dérogation à l'article L. 236-1 du code de commerce qui interdit de dépasser le pourcentage de 10% de la valeur nominale des parts ou actions attribuées.

## 2 – La publication et la diffusion de points de doctrine en 2008 (hors offres publiques d'acquisition)

### A – L'attribution gratuite de BSA : traitement de l'autocontrôle

En dépit des modifications apportées par l'ordonnance du 30 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières en vue de faciliter la réalisation des augmentations de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (DPS), les émetteurs ont continué à recourir à la réalisation d'augmentations de capital par voie d'attribution gratuite de bons de souscription d'actions (BSA) comme substitut au DPS. Le recours au BSA présente en effet certains avantages, notamment un délai de réalisation plus court et la faculté de recycler les BSA permettant une réalisation de l'émission à 100%. Dans ce contexte, et au vu de pratiques hétérogènes, l'AMF a publié une position<sup>(16)</sup> en décembre 2007 afin d'homogénéiser les pratiques d'augmentation de capital, que le vecteur utilisé soit un DPS ou un BSA remplissant la même fonction.

L'AMF a ainsi précisé que les augmentations de capital par attribution gratuite de BSA obéissent à des règles similaires à celles qui régissent les opérations avec DPS en termes de prix d'émission (prix d'exercice librement fixé), de délai de souscription (cinq jours de négociation), de condition de succès

(15) Directive 2005/56/CE du 26 octobre 2005.

(16) Position publiée dans la Revue mensuelle de l'AMF de décembre 2007, n° 42 : « Conditions de réalisation des augmentations de capital par voie d'attribution de BSA, succédanés du DPS ».

(au minimum 75% du montant de l'augmentation de capital décidée), de garantie (sauf exception, au choix de l'émetteur dès lors qu'une information explicite et adéquate est contenue dans le prospectus). L'application de ces règles aux augmentations de capital réalisées par attribution de BSA a été possible dans la mesure où aucun régime distinct n'est prévu pour les BSA.

En revanche, les règles spécifiques applicables respectivement aux BSA et aux DPS demeurent en vigueur. En particulier, le traitement de l'autocontrôle est différent selon le mode d'augmentation de capital. En effet, en application de l'article L. 225-210 du code de commerce, en cas d'augmentation de capital avec DPS, l'émetteur peut choisir entre :

- > ne pas attribuer de DPS aux actions d'autocontrôle et répartir sur les autres actions les droits attachés aux actions d'autocontrôle, ou
- > vendre les DPS attachés aux actions d'autocontrôle.

Lorsque l'augmentation de capital est réalisée par voie d'émission de BSA, en l'absence de disposition spécifique, les BSA attachés aux actions d'autocontrôle constituent une créance de l'émetteur sur lui-même et doivent par conséquent être annulés en application de l'article L. 225-149-2 du code de commerce.

En tout état de cause, le traitement de l'autocontrôle doit être décrit dans le prospectus.

## B – La description des opérations de stabilisation dans les opérations d'augmentation de capital avec DPS

Dans le cadre d'une augmentation de capital réalisée avec maintien du DPS, les interventions sur le marché des actions réalisées par le gestionnaire de la stabilisation<sup>(17)</sup> peuvent ne pas constituer des opérations de stabilisation au sens du règlement européen Abus de marché<sup>(18)</sup> dans la mesure où ces interventions peuvent se faire à un prix supérieur au prix de souscription. De plus, le gestionnaire peut être amené à procéder à des cessions d'actions. Bien que ces opérations ne puissent bénéficier de la présomption de légitimité prévue par la directive Abus de marché, elles doivent être réalisées dans le respect de l'intégrité du marché et conformément à cette directive et aux articles 631-7 à 631-10 du règlement général de l'AMF.

Quant aux interventions sur le marché des DPS, elles doivent être effectuées dans le respect de l'intégrité et du bon fonctionnement du marché, notamment en vue d'en assurer la liquidité et de préserver l'égalité de l'accès au marché des DPS de tous les porteurs.

En conséquence, les opérations d'achat et de ventes réalisées par les intermédiaires financiers sur les actions et les DPS doivent être très clairement décrites dans le prospectus.

## C – Les opérations d'émission d'OBSAR suivie d'une cession de BSAR au profit des salariés et/ou des mandataires sociaux – Modification des caractéristiques des BSA

Plusieurs opérations d'émission d'obligations à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR) ont été réalisées en 2008. Ces opérations avaient pour objectifs de permettre aux émetteurs de se financer à des conditions attractives et de réserver les BSAR à des bénéficiaires dénommés ou à des catégories de personnes (mandataires sociaux ou salariés). Ces émissions ont été réalisées soit dans le cadre d'une émission réservée, soit avec maintien du DPS.

Dans le premier cas, l'AMF a rappelé les règles à respecter en matière d'autorisation, afin que ces opérations soient réalisées dans un cadre juridique en adéquation avec leur finalité et respectent les règles de vote des émissions réservées fixées par le législateur.

(17) Le plus souvent, les établissements financiers désignés dans le cadre de l'opération visée ou tout établissement agissant pour leur compte.

(18) Règlement (CE) n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers.



A ce titre, il convient que la société propose au vote de son assemblée générale :

- > une résolution d'émission d'OBSAR, précisant que :
  - les BSAR issus de cette émission sont réservés *ab initio* à des bénéficiaires autres que le souscripteur des OBSAR (mandataires sociaux, salariés, actionnaires),
  - l'attribution des BSAR aux bénéficiaires actionnaires sera suspendue à l'adoption d'une résolution distincte pour laquelle ces bénéficiaires ne prennent pas part au vote ;
- > une résolution distincte pour l'attribution des BSAR aux bénéficiaires actionnaires, ces derniers ne prenant pas part au vote.

Dans le cas d'une émission réservée avec maintien du DPS, l'AMF a précisé les modalités à mettre en œuvre pour préserver l'égalité entre les actionnaires de la société émettrice :

- > un mécanisme permettant à tous les actionnaires d'avoir accès aux BSAR seuls, démembrés de l'obligation, doit être mis en place ;
- > la proposition d'une quotité raisonnable de DPS (nombre minimal de DPS pour souscrire un ou plusieurs BSAR) permettant, en pratique, à l'ensemble des actionnaires minoritaires de la société émettrice de pouvoir accéder effectivement aux BSAR.

L'AMF recommande en outre que toute modification du contrat d'émission susceptible d'avoir un impact sur la valorisation des BSA soit soumise, sous la forme d'une résolution spécifique, à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires statuant sur présentation d'un nouveau rapport d'expert sur les conséquences de cette modification et, notamment, sur le montant de l'avantage en résultant pour les porteurs.

## D – Les opérations de recapitalisation d'entreprises en difficulté

En 2008, l'AMF a visé différentes opérations de recapitalisation d'entreprises en difficulté, pour lesquelles les principes suivants ont été mis en œuvre<sup>(19)</sup>.

### Principes généraux

Conformément au principe d'égalité entre actionnaires, l'AMF veille à ce que les opérations de recapitalisation des sociétés ouvertes à certains actionnaires le soient également à tous les autres actionnaires dans des conditions identiques. Dans la mesure du possible, il s'agit d'éviter que seuls certains actionnaires dirigeants ou certains actionnaires institutionnels significatifs puissent bénéficier de facultés de relation, du fait de leur participation aux négociations, soit avec un nouvel investisseur entrant au capital à l'occasion de la recapitalisation, soit avec les créanciers dans le cadre d'une opération de rééquilibrage des ressources sans nouvel investisseur entrant.

### Le financement exclusif par un nouvel investisseur entraînant une dilution du prix

Lorsque les opérations de recapitalisation sont exclusivement financées par un nouvel investisseur, et dès lors que ces opérations entraînent une dilution en prix<sup>(20)</sup>, l'AMF demande :

- > la mise en place d'une faculté, pour les actionnaires anciens, de participer à l'opération leur permettant de ne pas être dilués ou, à défaut ;
- > l'avis d'un expert indépendant sur le caractère équitable de l'opération quand la capacité d'accès du public est inexistante ou réduite. Cet avis doit être particulièrement motivé en ce qui concerne les circonstances de l'opération et comporter une analyse de la recherche et de la mise en concurrence de solutions alternatives de refinancement, un examen de la situation financière actuelle de la société et de ses perspectives, un examen du traitement en équité de l'ensemble des acteurs.

(19) Ces derniers résultent, notamment, du Rapport annuel 2003 de la COB à la suite des travaux d'un groupe de travail de professionnels, et de l'évolution du règlement général de l'AMF en matière d'expertise indépendante.

(20) Prix de souscription décoté par rapport au cours de bourse, ou cours de bourse sans signification du fait de l'illiquidité du marché du titre ou du niveau très faible du cours.

Pour apprécier la nécessité d'avoir recours à un expert indépendant, l'AMF prend également en compte les conditions de vote, en assemblée générale, des résolutions proposées.

### **L'émission de BSA gratuits ou de faible valeur**

Afin de respecter le principe d'égalité entre souscripteurs lorsque des bons de souscription d'actions (BSA) gratuits ou ayant une valeur faible sont émis, l'AMF s'assure de l'extension de l'attribution de ces bons à tous les actionnaires. Elle a cependant admis que l'émission de BSA gratuits soit réservée à certains souscripteurs dans le cas où l'attribution réservée au nouvel actionnaire pouvait l'inciter à participer à la recapitalisation, ou encore lorsque l'attribution était réservée aux dirigeants actionnaires, dans la mesure où l'opération induisait un niveau de dilution limité des minoritaires et sous condition de la participation significative du dirigeant actionnaire à la recapitalisation immédiate.

Dans ces deux cas, afin de préserver la bonne information des actionnaires lors du vote sollicité en assemblée générale, l'avis d'un expert indépendant a systématiquement été demandé sur l'équité de l'opération. Enfin, pour éviter un détournement des règles d'émission et pour la protection du public, l'AMF a appliqué le seuil de réussite minimal de 75% prévu à l'article L. 225-134 du code de commerce pour les opérations d'émission d'actions simples, aux émissions comportant des BSA de courte durée équivalents à des droits préférentiels de souscription, et ce par le biais d'engagements de souscription d'actionnaires, de nouveaux entrants ou de banques.

### **L'augmentation de capital avec décote entraînant un changement de contrôle**

Conformément à l'article 261-2 du règlement général de l'AMF, l'émetteur doit désigner un expert indépendant en cas d'augmentation de capital réservée avec une décote par rapport au cours de bourse supérieure à la décote maximale autorisée en cas d'augmentation de capital sans DPS conférant à un actionnaire le contrôle de la société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

### **La présentation d'un prospectus visé préalablement à la tenue de l'assemblée générale**

Afin de garantir l'information des actionnaires, l'AMF demande que le prospectus soit visé préalablement à la tenue de l'assemblée générale qui vote une augmentation de capital réservée.

En outre, afin de rétablir le principe d'égalité d'accès à l'information, l'AMF a demandé que toute information confidentielle transmise sous couvert d'un accord de confidentialité entre l'investisseur futur et la société soit mentionnée dans le prospectus. En particulier, le prospectus doit comporter une mention attestant que l'information qu'il contient rétablit en tous points significatifs l'égalité d'accès à l'information entre les investisseurs sollicités et le public.

### **L'information donnée au marché par les entreprises en difficulté financière**

Les obligations d'information permanente du marché par les sociétés cotées ne sont pas suspendues par l'ouverture des procédures prévues par la loi n° 2005-845 du 25 juillet 2005 de sauvegarde des entreprises. Aussi, les sociétés cotées doivent-elles continuer à informer le marché de l'évolution de leur situation financière dans les conditions prévues par le règlement général de l'AMF et, notamment, ses articles 223-1 et 223-2.

Si des informations sur la situation financière ne sont pas diffusées pour ne pas porter atteinte aux intérêts légitimes de la société, celle-ci doit impérativement être en mesure d'en assurer la confidentialité jusqu'à leur publication.

1

2

3

4

5

6

7

8

### 3 – L'évolution de l'activité en 2008 (hors offres publiques d'acquisition)

#### A – Les opérations financières en 2008

Le nombre de visas délivrés par l'AMF en 2008 a très fortement diminué par rapport à 2007, avec 291 visas délivrés en 2008 contre 446 l'année précédente.

Plus particulièrement, le nombre de visas sur les opérations financières est en diminution de 39% par rapport à l'année précédente, passant de 321 en 2007 à 195 en 2008. Cette baisse s'explique essentiellement par la diminution du nombre d'introductions en bourse (11 en 2008 contre 38 en 2007) et de visas délivrés pour l'admission des titres de créance ou de capital (36 en 2008 contre 63 en 2007). Elle est quelque peu compensée par l'augmentation du nombre des prospectus établis par les sociétés étrangères dans le cadre d'opérations réservées aux salariés.

#### 1 > Le bilan des visas d'introduction et des radiations

##### a) Le bilan des visas d'introduction

##### Visas délivrés sur introductions

	2007	2008
Compartiment A	3	1
Compartiment B	5	0
Compartiment C	5	2
Compartiment professionnel	-	1
Compartiment valeurs étrangères	-	1
<b>Euronext</b>	<b>13</b>	<b>5</b>
<b>Alternext Paris</b>	<b>25*</b>	<b>6</b>

Source : AMF

\* Dont une société étrangère : Antevernio.

L'AMF a délivré 11 visas d'introduction en 2008 dont 5 visas pour des admissions aux négociations sur Euronext et 6 sur Alternext.

Ces introductions ont permis de lever au total 63 millions d'euros. Sur Euronext, 5 sociétés ont fait l'objet d'une cotation directe, sans visa délivré par l'AMF. Il s'agit notamment des sociétés Anheuser Busch (compartiment professionnel), Cofinimmo, Ascencio SCA, Befimmo SCA et Thernergo. Ces 5 admissions ont été réalisées en dispense de prospectus sur la base d'un résumé dans la mesure où les titres de ces sociétés étaient déjà admis aux négociations sur un autre marché réglementé depuis plus de 18 mois<sup>(21)</sup>.

S'agissant d'Alternext Paris, en 2008, 6 sociétés ont choisi de s'inscrire par la voie du placement privé, hors offre au public (China Corn Oil, Huacheng Real Estate, Proventec, CNPV, Oragenics et Toolux Sanding).

(21) Article 212-5 8° du règlement général de l'AMF.

## b) Le bilan des radiations

## Marché – compartiment de radiation

Radiations	2007 Sociétés	2008 Sociétés
Compartiment A	6	6*
Compartiment B	10	10**
Compartiment C	18	20***
Compartiment professionnel	0	1
Compartiment spécial	1	0
Compartiment valeurs étrangères	10	6
Euronext	45	43
Alternext	2	2****

Source : AMF

\* Dont une société étrangère : Euronext NV.

\*\* Dont une société étrangère : Trader Classified Media.

\*\*\* Dont une société étrangère : Astra.

\*\*\*\* Dont une société étrangère : Thenergo.

## Procédures de radiations

Radiations à la suite de	2007	2008
Offres publiques de retrait/OPRO/Retraits obligatoires	7	9
Retraits obligatoires après offres publiques	10	20
Procédure ordonnée de retrait	7	2
Fusions-absorptions	14	4
Liquidations judiciaires/ cessions d'actifs/ dissolution	7	7
Transfert de marché	0	1
Offres publiques hors OPRO	2	2
Total	47	45

Source : AMF

Une augmentation significative des radiations à la suite de retraits obligatoires a été constatée en 2008. A l'inverse, le nombre de radiations à l'issue d'une opération de fusion-absorption diminue très nettement.

De manière générale, le nombre de radiations en 2008 est quasiment équivalent au nombre de radiations constatées en 2007.

Sur Alternext, deux sociétés ont été radiées, dont une société étrangère (Thenergo).

## 2 &gt; Les autres opérations financières

## a) Les visas relatifs aux émissions, cessions, admissions de titres de capital ou donnant accès au capital

Le nombre d'émissions sur les marchés réglementés est en forte baisse avec 36 visas en 2008 contre 63 en 2007.

1

2

3

4

5

6

7

8

	2007	2008
<b>Emissions et admissions sur un marché réglementé</b>	<b>63</b>	<b>36</b>
<b>Avec maintien du droit préférentiel de souscription</b>	<b>35</b>	<b>11</b>
Actions	26	7
ABSA <sup>(22)</sup>	4	1
ABOASA <sup>(23)</sup>	0	0
OBSAR <sup>(24)</sup>	4	3
OSRA <sup>(25)</sup>	0	0
ORA <sup>(26)</sup>	1	0
OCA <sup>(27)</sup>	0	0
<b>Avec suppression du droit préférentiel de souscription</b>	<b>28</b>	<b>25</b>
Actions	12	13
ABSA	0	2
ABOASA	0	0
BSA <sup>(28)</sup>	0	0
CCI <sup>(29)</sup>	0	0
OCEANE <sup>(30)</sup>	7	2
OCA	0	0
OBSAR <sup>(31)</sup>	4	7
ORA	2	0
ORNANE <sup>(32)</sup>	1	0
OSCEANE <sup>(33)</sup>	1	0
ORANE <sup>(34)</sup>	1	1

Source : AMF

Le nombre d'émissions sur les marchés réglementés est passé de 63 en 2007 à 36 en 2008. Le nombre d'émissions réalisées avec maintien du droit préférentiel baisse significativement alors que les émissions réalisées avec suppression du droit préférentiel diminuent très légèrement.

*A contrario*, le nombre d'OBSAR est en hausse avec 7 opérations en 2008 contre 4 en 2007.

Hors marchés réglementés, en 2008, le nombre d'émissions par appel public à l'épargne a diminué par rapport à 2007 (17 visas contre 26), tout comme les cessions par appel public à l'épargne (un visa contre deux en 2007).

#### b) Les visas relatifs aux émissions, cessions, admissions de titres de créance

Le nombre de visas relatifs à des titres de créance est passé de 83 en 2007 à 57 en 2008, soit une baisse de 33%. Cette diminution s'explique par la baisse des visas d'admission de titres.

(22) ABSA : action à bon de souscription d'actions.

(23) ABOASA : action assortie de bon à option d'acquisition d'actions existantes et/ou de souscription d'actions nouvelles.

(24) OBSAR : obligation à bon de souscription d'actions avec faculté de rachat des bons.

(25) OSRA : obligation subordonnée remboursable en actions.

(26) ORA : obligation remboursable en actions.

(27) OCA : obligation convertible en actions.

(28) BSA : bon de souscription d'actions.

(29) CCI : certificat coopératif d'investissement.

(30) OCEANE : obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes.

(31) OBSAR : obligation à bon de souscription d'action remboursable.

(32) ORNANE : obligation à option de remboursement en numéraire et en actions nouvelles ou existantes.

(33) OSCEANE : obligation subordonnée à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes.

(34) ORANE : obligation remboursable en actions nouvelles ou existantes.

### 3 > Les documents de référence et documents de base d'introduction

	2007	2008
Documents de référence	368	367
> en contrôle « <i>a posteriori</i> » déposés	268	272
> en contrôle « <i>a priori</i> » enregistrés	100	95
Actualisations et rectifications de documents de référence	103	74
> Rectifications de documents de référence	8	3
> Actualisations de documents de référence	95	71
Documents de base d'introduction	29	5

Source : AMF

Les documents de référence déposés et contrôlés *a posteriori* sont largement majoritaires, soit 272 au 31 décembre 2008 contre 268 à la même date en 2007. Par ailleurs, en 2008, l'AMF a enregistré 95 documents de référence selon la procédure de contrôle *a priori*.

### 4 > Les passeports européens

En application de la directive Prospectus, un prospectus visé par une autorité compétente d'un Etat membre en vue d'une opération par appel public à l'épargne est utilisable dans tous les autres Etats membres. Ce mécanisme de passeport requiert simplement que l'autorité compétente ayant approuvé le prospectus notifie à l'autorité compétente de l'Etat membre d'accueil, dans lequel les titres vont être offerts au public ou l'admission des titres va être demandée, un certificat d'approbation lui assurant que le prospectus a été établi et approuvé conformément à la directive. Cette notification se fait entre régulateurs selon une procédure définie par le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR). Elle est accompagnée d'une traduction du prospectus dans une langue usuelle en matière financière et d'une traduction du résumé ou de l'intégralité du prospectus, au choix de l'émetteur, dans une langue acceptée par l'Etat membre d'accueil.

#### Passeports *in* notifiés à l'AMF par une autorité compétente étrangère

	2007	2008
Prospectus	133	132 (dont 9 issus d'émetteurs français)
Suppléments	232	462
> dont suppléments sur prospectus 2008	106	259
> dont suppléments sur prospectus 2007	4	203
<b>Total</b>	<b>365</b>	<b>594</b>

Source : AMF

1

2

3

4

5

6

7

8

## Passeports *out* notifiés à une autorité compétente étrangère par l'AMF

	2007	2008
Prospectus	40	42
Suppléments	24	40
> dont suppléments sur prospectus 2008	6	21
> dont suppléments sur prospectus 2007	0	19
<b>Total</b>	<b>64</b>	<b>82</b>

Source : AMF

Le nombre de passeports reçus par l'AMF est en très forte augmentation sur l'exercice 2008. Cette évolution traduit une tendance de fond qui voit les émetteurs de titres de créance, warrants et certificats, faire viser leur prospectus dans un Etat membre de l'Espace économique européen puis utiliser la procédure de passeport pour offrir ces titres en France ou demander leur admission sur Euronext Paris<sup>(35)</sup>.

### 5 > Le fichier des investisseurs qualifiés

Un émetteur peut réserver une opération d'émission ou de cession d'instruments financiers à des investisseurs qualifiés. Dans ce cas, il est dispensé d'établir un prospectus.

Peuvent souscrire à des opérations ainsi réservées les investisseurs qualifiés de droit et les investisseurs qualifiés sur option, inscrits dans le fichier tenu par l'AMF, conformément à la directive Prospectus.

En 2008, 327 personnes, dont 17 personnes morales et 310 personnes physiques, ont demandé leur inscription dans le fichier des investisseurs qualifiés contre 196 personnes en 2007, dont 32 personnes morales et 164 personnes physiques. Le nombre d'investisseurs qualifiés personnes physiques a augmenté très significativement sous l'effet du dispositif de réduction d'ISF prévu par la loi TEPA<sup>(36)</sup> adoptée à l'été 2007 pour encourager l'investissement dans les PME non cotées. En effet, seuls les redevables disposant de la qualité d'investisseur qualifié peuvent souscrire directement des parts dans un *holding* ISF leur offrant une réduction fiscale.

## B – Les caractéristiques notables de certaines opérations financières en 2008

### 1 > Les premières admissions sur le compartiment professionnel : Anheuser Busch et Vale

En décembre 2007, le règlement général de l'AMF<sup>(37)</sup> a été modifié afin de permettre la mise en place, sur Euronext Paris, d'un compartiment destiné à l'admission de titres d'une société par cotation directe ou à la suite d'un placement privé.

En 2008, les deux premières admissions sur ce compartiment professionnel ont eu lieu :

- > le 28 avril, les actions de la société Anheuser Busch, brasseur américain, ont été admises aux négociations sur le compartiment professionnel. Cette admission a été réalisée en dispense de prospectus sur la base d'un résumé en anglais, la société étant cotée depuis plus de 18 mois à la Bourse de Londres ;
- > le 18 juillet, la société Vale (ex-Companhia Vale do Rio Doce) a été introduite sur le compartiment professionnel d'Euronext Paris *via* l'admission aux négociations d'ADS (*American Depositary*

(35) Les émetteurs de titres autres que de capital, de montant nominal égal ou supérieur à 1 000 euros, peuvent choisir l'autorité compétente pour l'approbation du prospectus parmi les autorités des Etats membres où les titres sont offerts ou leur admission est demandée.

(36) Loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat.

(37) Homologué par arrêté du 7 décembre 2007 publié au Journal officiel du 19 décembre 2007.

*Shares*). La société Vale est également cotée sur les Bourses de São Paulo et de New York, ainsi que sur le marché Latibex à Madrid. L'admission des ADS a été réalisée sur la base d'un prospectus visé par l'AMF et établi à partir des standards américains.

## 2 > La fusion entre Gaz de France et Suez

Le 16 juillet 2008, les actionnaires des sociétés Gaz de France et Suez se sont réunis en assemblée générale extraordinaire et ont approuvé la fusion des deux sociétés. Préalablement à ces assemblées, l'AMF avait délivré le 13 juin 2008 un visa sur le prospectus établi en vue de l'admission des actions GDF Suez résultant de la fusion par absorption de Suez par Gaz de France et sur le prospectus en vue de l'admission des actions Suez Environnement Company.

A la demande de Gaz de France et de Suez, le document de fusion a pris la forme d'un prospectus visé par l'AMF qui a pu être « passeport » en Belgique et au Luxembourg où GDF SUEZ est également cotée.

Le conseil d'administration de Suez a décidé de faire volontairement appel à un expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable de la parité de fusion proposée aux actionnaires de Suez<sup>(38)</sup>.

Le rapport d'expertise indépendante a conclu au caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Suez et a été présenté dans son intégralité dans le prospectus visé par l'AMF.

Cette fusion a donné naissance à un émetteur, d'une capitalisation boursière de plus de 70 milliards d'euros. L'Etat français, actionnaire majoritaire de Gaz de France, est devenu le principal actionnaire avec 35,7% du capital et des droits de vote du nouveau groupe<sup>(39)</sup>. Il dispose d'une action spécifique qui lui confère le droit de s'opposer à certaines décisions de GDF Suez. Cette action spécifique est destinée à préserver les intérêts essentiels de la France dans le secteur de l'énergie relatifs à la continuité ou la sécurité d'approvisionnement en énergie.

## 3 > La cotation de Suez Environnement Company

La cotation de Suez Environnement Company est intervenue le 22 juillet 2008, sur Euronext Paris et Bruxelles, après approbation par les actionnaires<sup>(40)</sup> de Suez et de Gaz de France.

Deux mois après son introduction en bourse, soit le 22 septembre 2008, Suez Environnement Company a rejoint les principaux indices du marché parisien dont l'indice CAC 40.

### a) L'attestation des PSI

Conformément au code professionnel FBF-AFEI, lors de la première admission sur un marché réglementé de titres de capital, le ou les prestataires de services d'investissement mandatés confirment habituellement à l'AMF avoir effectué les diligences professionnelles d'usage et que ces diligences n'ont révélé dans le contenu du prospectus aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement.

La question de l'exigibilité d'une attestation d'un prestataire de services d'investissement s'est posée en raison du rôle joué par les banques conseils dans le cadre de l'introduction des titres Suez Environnement Company. L'AMF a considéré qu'on ne pouvait juridiquement considérer qu'il y ait réellement sollicitation du public dès lors que la totalité des titres Suez Environnement Company était exclusivement destinée aux actionnaires de la société Suez. Pour autant, par leur admission sur un marché réglementé, ces titres devenaient instantanément négociables auprès de tout public. En conséquence, l'AMF a accepté une attestation adaptée compte tenu de la spécificité de l'opération.

(38) Ces diligences ont été effectuées conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF et de l'instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006.

(39) Au 31 décembre 2008, l'Etat français détenait 35,6% du capital de GDF Suez. Par ailleurs, l'Etat français détient 36,4% des droits de vote de GDF SUEZ au 31 décembre 2008 compte tenu de l'autodétention de 2,2%.

(40) Convoqués en assemblées générales le 16 juillet 2008.



## b) Le pacte d'actionnaires

Un pacte d'actionnaires relatif à la société Suez Environnement Company a été conclu le 5 juin 2008 entre les sociétés Suez (dont l'ensemble des droits et obligations sont repris par GDF Suez à la suite de la fusion intervenue entre Suez et Gaz de France), Areva, Caisse des dépôts et consignations, CNP Assurances, Groupe Bruxelles Lambert, Sofina, en tant que futurs actionnaires de la société Suez Environnement Company, ainsi que Suez Environnement Company. Ce pacte prévoit notamment des dispositions relatives à la gouvernance, une concertation entre les actionnaires signataires du pacte avant toute réunion du conseil d'administration et de l'assemblée générale de Suez Environnement. Les actionnaires signataires ont déclaré expressément agir de concert vis-à-vis de Suez Environnement. Ces stipulations ont pour effet de permettre à GDF Suez de consolider Suez Environnement par intégration globale.

Par ailleurs, afin de stabiliser la participation du concert à un niveau proche de 50% du capital et des droits de vote de Suez Environnement, certains des actionnaires signataires du pacte ont souhaité renforcer leur participation par voie d'acquisition d'actions sur le marché dans les semaines suivant l'introduction en bourse de Suez Environnement. Ces acquisitions étaient susceptibles de placer le concert, qui détenait 47,16% du capital et des droits de vote lors de l'introduction, en situation d'obligation de dépôt d'une offre au sens de l'article 234-5 du règlement général de l'AMF<sup>(41)</sup>.

Conformément à l'article L. 233-11 du code de commerce, les dispositions du pacte d'actionnaires ont été portées à la connaissance du public par l'AMF qui a, dans le même temps, fait connaître qu'elle prenait acte du projet de renforcement de la participation du concert au capital de Suez Environnement Company dans le cadre des opérations *post*-introduction et qu'elle considérait que l'application des dispositions de l'article 234-5 du règlement général n'interviendrait qu'à l'issue de cette période dite de stabilisation.

Cette position pragmatique s'explique par le fait que le renforcement de la participation du concert au capital de Suez Environnement Company était porté à la connaissance du public notamment dans le cadre de la documentation relative à l'opération, devait intervenir dans le cadre des opérations d'admission à la négociation sur un marché réglementé des titres de cette société et n'avait pas pour conséquence de remettre en cause la prédominance de GDF Suez au sein du concert contrôlant la société Suez Environnement Company. Une position contraire aurait amené à exiger le dépôt d'une offre publique visant les titres d'une société qui venaient de faire l'objet d'une admission aux négociations sur un marché réglementé.

## 4 > L'émission de titres subordonnés remboursables en actions (TSRA) par le Groupe Eurotunnel

Dans le cadre de son introduction en bourse en mars 2007, concomitante au lancement d'une offre publique d'échange sur Eurotunnel qu'il avait initié, le Groupe Eurotunnel avait envisagé que ses actionnaires puissent ultérieurement se reluer au travers d'une augmentation de capital réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription ou délai de priorité, s'ils le souhaitaient.

Lorsque le Groupe Eurotunnel (GET SA) a émis des titres subordonnés remboursables en actions (TSRA) en février 2008, avec délai de priorité, il lui a en conséquence été demandé de calibrer son opération de façon à permettre la participation effective des actionnaires.

Ainsi, malgré les caractéristiques de cet instrument financier complexe nécessitant de la part des investisseurs une connaissance et une expérience suffisantes des marchés financiers, il a été demandé que le nominal des titres soit abaissé à 1 000 euros. En effet, le TSRA peut s'assimiler à une ORA bien qu'il ait pour caractéristique d'être remboursé avant les actions mais après désintéressement des autres créanciers. Il constitue donc un produit assimilable à une action, et pour

(41) Augmentation de plus de 2% du nombre de titres de capital ou de droits de vote détenus par le concert en moins de 12 mois consécutifs, ledit concert détenant initialement une participation comprise entre le tiers et 50%.

partie plus sécurisée que les actions. Aussi, dans la poursuite des opérations de restructuration de 2007 et des engagements pris alors d'offrir une faculté de relution, il est apparu indispensable de ménager un réel accès aux actionnaires à l'émission de TSRA, dont la complexité apparente, alliée à un nominal élevé, aurait pu décourager une partie des actionnaires dans le cadre du délai de priorité.

## 5 > Les augmentations de capital avec DPS réalisées par les banques

En 2008, la Société Générale, le Crédit Agricole et Natixis ont procédé à des opérations d'augmentation de capital par émission d'actions avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS). Ces augmentations de capital ont permis de renforcer significativement les fonds propres de ces banques dans une conjoncture difficile.

**Les opérations réalisées sont les suivantes :**

- > en février 2008 : augmentation de capital de la Société Générale pour un montant de 5,5 milliards d'euros. La souscription des actions nouvelles a été réalisée au prix unitaire de 47,50 euros sur la base d'une action nouvelle pour quatre actions existantes. Cette émission a fait l'objet d'une garantie, qualifiée de bonne fin au sens de l'article L. 225-145 du code de commerce, contractée avec un syndicat bancaire. Aux termes du contrat de garantie, les membres du syndicat bancaire s'engageaient à faire souscrire ou, le cas échéant, à souscrire eux-mêmes, l'intégralité des actions nouvelles qui n'auraient pas été souscrites à titre irréductible ou à titre réductible à la fin de la période de souscription par exercice des droits de souscription, au prix de souscription à la date de règlement livraison ;
- > en juin 2008 : augmentation de capital du Crédit Agricole SA pour un montant de 5,9 milliards d'euros. La souscription des actions nouvelles a été réalisée au prix unitaire de 10,60 euros sur la base d'une action nouvelle pour trois actions existantes. Cette augmentation de capital n'a fait l'objet d'aucune garantie par un syndicat bancaire. Toutefois, elle a fait l'objet d'un engagement de souscription de la part de l'actionnaire majoritaire, SAS Rue La Boétie, à hauteur de 100% de son montant dans la mesure où cet actionnaire s'était engagé à souscrire à titre irréductible à l'augmentation de capital à hauteur de ses droits préférentiels de souscription et à concurrence du solde de l'émission qui ne serait pas souscrit à titre irréductible ou réductible par d'autres personnes ;
- > en septembre 2008 : augmentation de capital de Natixis pour un montant de 3,7 milliards d'euros. La souscription des actions nouvelles a été réalisée au prix unitaire de 2,25 euros sur la base de 13 actions nouvelles pour 10 actions existantes. Les actionnaires majoritaires de Natixis s'étaient engagés à souscrire à titre irréductible à l'émission à hauteur de la totalité de leurs DPS. Par ailleurs, cette émission a fait l'objet d'un contrat de garantie conclu avec un syndicat bancaire. Dans l'hypothèse d'une résiliation de cette garantie (qui ne constituait pas une garantie de bonne fin au sens de l'article L. 225-145 du code de commerce), les 30,2% de l'offre garantis par ce contrat faisaient l'objet d'un engagement de souscription subsidiaire de la part de la Banque Fédérale des Banques Populaires et de la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne.

## C – Le suivi de l'information réglementée

### 1 > La diffusion de l'information réglementée

Toute société faisant appel public à l'épargne s'assure de la diffusion effective et intégrale de l'information réglementée. Depuis le 20 janvier 2007, au moment de sa diffusion, l'information réglementée est déposée auprès de l'AMF et mise en ligne sur le site internet de la société.

1

2

3

4

5

6

7

8

Pour une société dont les titres sont inscrits sur Alternext ou sur le Marché libre, la mise en ligne de l'information réglementée sur son site internet vaut diffusion effective et intégrale.

S'agissant des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, la diffusion effective et intégrale de l'information s'entend comme d'une diffusion par voie électronique, permettant d'atteindre un large public au sein de l'Espace économique européen et réalisée selon des modalités garantissant la sécurité de la diffusion et de l'information. Les sociétés peuvent diffuser elles-mêmes l'information ou utiliser les services d'un diffuseur professionnel dont la liste est publiée par l'AMF.

Les sociétés utilisant les services d'un diffuseur professionnel bénéficient d'une présomption de diffusion effective et intégrale de l'information réglementée. Le diffuseur professionnel procède par ailleurs au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF pour le compte des sociétés. Afin de figurer sur la liste de l'AMF, le diffuseur, sur la base des conclusions d'un audit de son organisation et de ses systèmes d'information, atteste à l'AMF qu'il remplit les critères de diffusion définis par le règlement général. Cette attestation est renouvelée chaque année.

## 2 > L'archivage de l'information réglementée diffusée par les sociétés cotées

La directive Transparence exige de chaque Etat membre de la Communauté européenne qu'il dispose d'au moins un mécanisme centralisé d'archivage de l'information réglementée. L'objectif est de permettre aux investisseurs et au public d'accéder à moindres coûts aux informations concernant les sociétés cotées et, à terme, de construire un réseau européen d'archivage.

En France, la mission consistant à assurer l'archivage de l'information réglementée a été confiée à la Direction des Journaux officiels (DJO). La DJO met ainsi gratuitement à la disposition du public, *via* un portail internet dédié<sup>(42)</sup>, l'information diffusée par les sociétés cotées sur Euronext Paris. La mise en place de ce dispositif n'impose pas de contrainte supplémentaire aux sociétés. Ces dernières ont en effet déjà l'obligation de déposer à l'AMF toute l'information réglementée qu'elles diffusent. Cette information est ensuite transmise à la DJO par l'AMF. Conformément aux standards définis par la Commission européenne, le site d'archivage permet au public de consulter, télécharger et imprimer l'information réglementée. Les utilisateurs peuvent également effectuer des recherches à partir de différents critères (dénomination de la société, date de diffusion, type d'information, etc.).

Par ailleurs, le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR) va organiser les discussions et les travaux nécessaires entre les différents mécanismes nationaux d'archivage afin de permettre la création du réseau européen. Il s'agit de créer un mécanisme européen d'archivage en connectant entre elles les bases nationales. Ces travaux devraient démarrer courant janvier 2009.

## 3 > Le suivi de l'information réglementée

### a) La publication des comptes des sociétés

La transposition de la directive Transparence a modifié, depuis le 20 janvier 2007, les obligations de publication de l'information périodique des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

Conformément aux articles L. 451-1-2 du code monétaire et financier et 221-1 à 221-6 du règlement général de l'AMF, les sociétés sont désormais tenues de déposer auprès de l'AMF et de diffuser de manière effective et intégrale les informations trimestrielles dues au titre des premier et troisième trimestres ainsi que leurs rapports financiers semestriels et annuels.

(42) [www.info-financiere.fr](http://www.info-financiere.fr), ouvert le 6 janvier 2009.

Par ailleurs, le décret n° 2008-258 du 13 mars 2008, entré en vigueur le 1<sup>er</sup> septembre 2008, a supprimé ou modifié certaines obligations de publication au Bulletin d'annonces légales obligatoires (BALO) redondantes avec les obligations d'information périodique issues de la directive Transparence. Seule subsiste l'obligation de publier au BALO un avis indiquant que les comptes annuels ont été approuvés sans modification par l'assemblée générale et rappelant la date de diffusion du rapport financier annuel.

Une procédure d'injonction judiciaire était prévue le 27 juin 2008 à l'encontre des sociétés n'ayant pas respecté leur obligation de publication des comptes exigibles sur 2007, mais elle a été interrompue, les sociétés concernées ayant régularisé leur situation.

Aucune autre procédure d'injonction n'a été mise en œuvre sur l'année 2008. L'AMF a, en effet, considéré que cette année était une année de transition pour les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, qui leur a permis de se conformer aux nouvelles obligations et de s'approprier les nouvelles procédures de dépôt et de diffusion.

### **b) Le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne**

Le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance de toute société anonyme faisant appel public à l'épargne rend compte à l'assemblée générale annuelle des actionnaires des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil ainsi que des procédures de contrôle interne mises en place par la société. Le rapport présenté à l'assemblée générale indique, en outre, les éventuelles limitations que le conseil d'administration apporte aux pouvoirs du directeur général<sup>(43)</sup>.

Les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé<sup>(44)</sup> décrivent en outre dans le même rapport « les principes et les règles arrêtés, selon le cas, par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance pour déterminer les rémunérations et avantages de toute nature accordés aux mandataires sociaux ».

Par ailleurs, les commissaires aux comptes présentent, dans un rapport<sup>(45)</sup>, leurs observations sur le rapport du président, pour les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière.

Ces rapports font partie de l'information réglementée, au sens du règlement général de l'AMF, et doivent en conséquence faire l'objet d'une diffusion effective et intégrale par voie électronique<sup>(46)</sup> et être déposés auprès de l'AMF. Les sociétés qui n'ont pas satisfait à cette obligation figurent sur une liste publiée par l'AMF.

Comme le prévoit la loi, l'AMF publie chaque année un rapport sur la base des informations publiées par les sociétés. Ainsi, l'AMF a publié, le 27 novembre 2008, son cinquième rapport<sup>(47)</sup> sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne des sociétés faisant appel public à l'épargne, élaboré à partir de l'analyse des informations publiées par un échantillon de 100 sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris.

Ce rapport est le dernier réalisé sur la base d'un texte qui tirait l'essentiel de sa substance de la loi de sécurité financière de 2003. En 2009, les sociétés rédigeront leur rapport conformément au nouveau cadre issu de la transposition par les Etats membres des directives 2006/43/CE et

(43) Avant-dernier alinéa des articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce.

(44) Dernier alinéa des articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce, introduits par la loi du 30 décembre 2006.

(45) Article L. 225-235 du code de commerce.

(46) Le rapport doit être publié, pour les sociétés anonymes faisant APE, au plus tard le jour du dépôt au greffe du Tribunal de commerce du rapport du conseil présenté à l'assemblée générale et, pour les autres personnes morales et étrangères faisant APE, dans les mêmes conditions que les sociétés anonymes si elles sont tenues de déposer leurs comptes au greffe et dès l'approbation des comptes de l'exercice précédent dans le cas contraire.

(47) Disponible sur le site internet de l'AMF ([www.amf.france.org](http://www.amf.france.org)), rubrique « Publications > Rapports annuels > Gouvernement d'entreprise et contrôle interne ».

2006/46/CE<sup>(48)</sup>. Dans ce contexte, l'AMF n'a donc pas souhaité, cette année, émettre de nouvelles recommandations, exception faite d'une remarque sur le cadre de référence et d'une recommandation sur la transparence des différents éléments de rémunérations des dirigeants.

L'AMF a constaté que sur l'exercice 2007 les sociétés avaient poursuivi leurs efforts afin de fournir une information de qualité en matière de gouvernement d'entreprise et de contrôle interne.

Le cadre de référence recommandé par l'AMF est devenu, pour beaucoup d'entreprises, un outil de gestion du contrôle interne. Les rédactions retenues laissent toutefois transparaître divers degrés de mise en œuvre du cadre et de son guide d'application. Pour ce premier exercice, près de 60% des sociétés comprises dans l'échantillon retenu s'y réfèrent. Cette adhésion est particulièrement perceptible pour les valeurs moyennes et petites. S'il est satisfaisant que les émetteurs s'approprient le référentiel dans toutes ses composantes ou adoptent une démarche progressive en ce sens, l'Autorité a rappelé en revanche que la simple référence au cadre dans des termes peu précis ne répond pas à l'objectif recherché dans sa recommandation de janvier 2007, confirmée en janvier 2008.

### c) Les déclarations des opérations réalisées par les dirigeants et les personnes liées

L'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier fait obligation aux dirigeants de déclarer les opérations qu'ils réalisent sur les titres de la société au sein de laquelle ils exercent leurs fonctions. Cette obligation pèse, d'une part, sur les dirigeants et toute autre personne qui dispose, au sein de l'émetteur, du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant son évolution et sa stratégie et ont accès à des informations privilégiées et, d'autre part, sur les personnes qui leur sont étroitement liées.

Les modalités de déclaration des transactions sont précisées par le règlement général de l'AMF<sup>(49)</sup>. Par ailleurs, l'AMF a mis à jour, le 16 avril 2008, la liste de questions-réponses sur les principales interrogations soulevées par ces déclarations. Les déclarations sont communiquées à l'émetteur par voie électronique, dans un délai de cinq jours de négociation suivant la réalisation de la transaction, à l'AMF, qui en assure la publication. Les déclarations reçues sont publiées sous la responsabilité du déclarant, sans contrôle *a priori* de l'AMF.

En 2008, l'AMF a ainsi mis en ligne sur son site internet 8 920 déclarations (contre 8 051 en 2007).

### d) Les déclarations de franchissement de seuil

En application des dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, l'AMF rend publiques les déclarations de franchissement de seuil qui lui sont transmises selon les modalités définies par son règlement général.

Les personnes tenues de déclarer<sup>(50)</sup> le franchissement des seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33,33%, 50%, 66,66%, 90% ou 95% du capital ou des droits de vote d'une société cotée informent l'AMF et l'émetteur, au plus tard dans un délai de cinq jours de négociation à compter du franchissement. Le contenu des déclarations est défini par l'article 223-14 du règlement général de l'AMF.

L'AMF publie les déclarations de franchissement de seuil dans un délai de trois jours de négociation à compter de leur réception. Ces informations sont mises en ligne sur le site internet de l'AMF et diffusées par voie électronique, selon les mêmes modalités que l'information réglementée.

Au cours de l'année 2008, l'AMF a mis en ligne sur son site internet 933 déclarations de franchissement de seuil contre 1 312 en 2007.

(48) Directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2006 concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, et abrogeant la directive 84/253/CEE du Conseil (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) et directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE).

(49) Articles 223-22 à 223-26 du règlement général de l'AMF.

(50) Il s'agit des personnes mentionnées au I de l'article L. 233-7 du code de commerce.

## 4 – Les offres publiques d'acquisition

### A – Les statistiques des offres publiques en 2008

L'année 2008 a connu une forte diminution du nombre d'offres publiques par rapport à 2007 : au total, 41 déclarations de conformité portant sur des offres effectivement ouvertes ont été prononcées, contre 67 en 2007.

Offres publiques ouvertes dans l'année sous revue <sup>(1)</sup>	2005	2006	2007	2008
Offres relevant de la procédure normale	14	6	13	8
Offres relevant de la procédure simplifiée	23	23	32	18
Offres publiques de retrait	3	3	3	-
Offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire	29	19	7	8
Offres publiques de rachat	8	2	2	2
Garanties de cours	9	6	9	4
Retraits obligatoires avec conformité <sup>(2)</sup>	-	0	1	1
<b>Total<sup>(3)</sup></b>	<b>86</b>	<b>59</b>	<b>67</b>	<b>41</b>
Retraits obligatoires sans conformité <sup>(2)</sup>	-	4	10 <sup>(4)</sup>	18

Source : AMF

(1) Les offres déclarées non conformes ne sont pas comptabilisées. Les offres n'ayant pas connu de suite positive et celles ayant fait l'objet d'une renonciation par l'initiateur sont comptabilisées (par ex. en 2008, l'offre de Gemalto visant Wavecom).

(2) Dispositif introduit par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition.

(3) Hors retraits obligatoires sans conformité.

(4) Dont un retrait obligatoire visant une société ayant son siège hors de France, autorisé par l'autorité de marché luxembourgeoise.

Le nombre d'offres publiques s'inscrivant dans le contexte d'une prise de contrôle<sup>(51)</sup> était de 23 en 2008 contre 47 en 2007, parmi lesquelles il convient de distinguer 16 changements de contrôle préalables à une offre publique<sup>(52)</sup>, celle-ci étant déposée à titre obligatoire, et sept changements de contrôle consécutifs à une offre publique relevant de la procédure normale.

Parmi les 8 offres visant une prise de contrôle (offres de procédure normale) ouvertes en 2008, on dénombre 4 offres déposées de façon non sollicitée<sup>(53)</sup> contre seulement 2 en 2007 et aucune en 2005 et 2006.

Les offres simplifiées initiées par l'actionnaire de contrôle historique de la société visée, en vue d'un retrait de la cote, ont été au nombre de 5 contre 4 en 2007. Elles ont toutes abouti à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Une très large majorité des offres publiques déposées par un initiateur ayant l'intention, ou se réservant la faculté de mettre en œuvre, à l'issue de l'offre, un retrait obligatoire sur les titres visés ont bénéficié d'un taux d'apport suffisant pour permettre la réalisation de la procédure de retrait obligatoire dans les trois mois suivant la clôture de l'offre. Ainsi, parmi les offres publiques ouvertes en 2008, dans seulement 3 cas (contre 14 en 2007), cette intention n'a pu être concrétisée en raison d'un apport insuffisant.

7 offres publiques déposées à titre obligatoire ont visé des « coquilles vides » ou des sociétés vidées de leurs actifs en vue d'une transformation en véhicule d'investissement immobilier<sup>(54)</sup>, soit autant qu'en 2007.

(51) Au sens d'une détention supérieure à 50% du capital et des droits de vote de la société visée.

(52) Garantie de cours ou offre publique simplifiée.

(53) Offres publiques de H Distribution Partners sur Du Pareil au Même, Groupe Open sur Sylys, IAM Gold sur Euro Ressources, Gemalto sur Wavecom.

Enfin, les recours portant sur les deux déclarations de non-conformité prononcées par l'AMF en 2007 ont fait l'objet d'arrêts de la Cour d'appel de Paris :

- > un arrêt du 2 avril 2008 sur les recours en annulation et en réformation formés à l'encontre de la décision prise par l'AMF le 26 juin 2007 déclarant non conforme le projet d'offre publique d'échange déposé par la société Sacyr sur les actions de la société Eiffage<sup>(54)</sup> ;
- > un arrêt du 24 juin 2008 sur les recours en annulation formés à l'encontre de la décision prise par l'AMF le 13 décembre 2007 déclarant non conforme le projet d'offre publique de rachat déposé par la société Gecina sur ses propres actions<sup>(55)</sup>.

Dans le dossier Eiffage, l'AMF, tirant notamment les conséquences de la cession par Sacyr de la totalité de sa participation au capital d'Eiffage, a publié le 21 avril 2008 une décision concluant au fait qu'il n'y avait plus lieu de faire obligation à Sacyr de déposer un projet d'offre publique sur les actions Eiffage. Cette décision a fait l'objet d'un recours en annulation formé par l'ADAM<sup>(57)</sup> auprès de la Cour d'appel de Paris, laquelle a rendu un arrêt le 18 décembre 2008 confirmant la décision de l'AMF.

Cet arrêt ainsi que les deux arrêts cités précédemment font l'objet de développements dans le point D du présent chapitre (cf. *infra*, page 128 à 132).

## B – La doctrine

### 1 > L'offre publique d'achat non sollicitée de Gemalto SA visant les titres Wavecom

Le 6 octobre 2008, la société Gemalto SA a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat visant les titres de la société Wavecom. Cette offre était libellée aux prix respectifs de 7 euros par action et de 20 euros par obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (OCEANE). Elle était assortie par ailleurs d'un seuil de renonciation fixé à 50,01% du capital de Wavecom existant à la date de clôture de l'offre, sur une base non diluée des OCEANE et autres instruments dilutifs existants (BSA, options, BSPCE).

#### a) Prix offert pour les OCEANE Wavecom

Les OCEANE visées par l'offre avaient été émises par Wavecom en juillet 2007 à une valeur nominale unitaire de 31,30 euros et portaient coupon au taux de 1,75% payable annuellement au 1<sup>er</sup> janvier. Leur parité de conversion était d'une action par obligation et leur échéance de remboursement normal (au pair) était fixée au 1<sup>er</sup> janvier 2014. Leur contrat d'émission stipulait, par ailleurs, certaines clauses de remboursement anticipé au gré des porteurs, en particulier en cas de changement de contrôle de Wavecom, auquel cas ces derniers pouvaient demander le remboursement de leurs obligations à Wavecom à la valeur nominale de 31,30 euros incrémentée du coupon couru à la date de remboursement.

Dès lors, le seuil de renonciation de l'offre de Gemalto étant libellé sur une base non diluée, l'issue positive de l'offre aurait mécaniquement ouvert droit pour les porteurs au remboursement anticipé des OCEANE à un prix supérieur au prix proposé par Gemalto dans son offre.

Le libellé de l'offre de Gemalto s'agissant des OCEANE aboutissait à ce que Wavecom assume le désintéressement des obligataires (étant souligné que Wavecom disposait des fonds nécessaires au remboursement, n'ayant pas employé le produit de l'émission réalisée en juillet 2007) : aucun porteur d'OCEANE rationnel n'avait en effet intérêt à apporter ses titres à une offre publique libellée à 20 euros, laquelle, en cas de suite positive, ouvrirait droit ensuite au remboursement des OCEANE à 31,30 euros.

(54) Eligible, le cas échéant, au statut des sociétés d'investissements immobiliers cotées (SIIC).

(55) Décision de l'AMF n° 207C1202 du 26 juin 2007.

(56) Décision de l'AMF n° 207C2792 du 13 décembre 2007.

(57) ADAM : Association des actionnaires minoritaires.

Du fait du lien d'automaticité entre le succès de l'offre et l'activation de la clause de remboursement anticipé des OCEANE, il est apparu, lors de l'instruction du projet d'offre par l'AMF, que le prix du remboursement anticipé constituait une référence de valorisation incontournable dans la fixation du prix de l'offre destinée aux obligataires, lequel devait non seulement se justifier au regard d'une analyse multicritère, mais également s'articuler en cohérence avec les termes spécifiques du contrat d'émission, comme certains précédents l'avaient déjà illustré<sup>(58)</sup>.

Dans le cas contraire, il apparaît que les OCEANE auraient été visées à un prix sans cohérence avec les caractéristiques du titre en question et le libellé de l'offre, reflétant les objectifs et intentions de l'initiateur, ce qui aurait eu pour conséquence, en pratique, de ne pas viser ces titres dans l'offre publique contrairement aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général selon lesquelles une offre doit viser la totalité des titres de capital et donnant accès au capital.

Cela a conduit Gemalto, le 16 octobre 2008, à relever le prix de son offre sur les OCEANE de 20 euros par titre à 31,30 euros majoré du coupon couru, en cohérence avec les caractéristiques des titres visés et le libellé de son offre.

Ce relèvement illustre la nécessité de conserver une cohérence entre le prix offert pour les titres donnant accès au capital et les éventuelles clauses figurant à leur contrat d'émission, ces dernières pouvant contenir des références déterminantes pour la fixation du prix.

#### **b) Mesures de défense susceptibles de faire échouer une offre**

Dès son dépôt non sollicité, l'offre de Gemalto a été jugée hostile par Wavecom, comme en ont témoigné plusieurs communiqués au marché et l'avis motivé de son conseil d'administration, le 29 octobre 2008, qui s'est prononcé contre l'offre et a recommandé aux porteurs de titres Wavecom de ne pas les apporter à l'offre.

Wavecom a recherché des voies de défense face à l'offre de Gemalto : conformément à l'article L. 233-32 I du code de commerce (règle de passivité de l'organe de décision de la société visée en période d'offre, sous réserve du principe de réciprocité visé à l'article L. 233-33 du même code), elle a convoqué une assemblée générale en vue de soumettre à l'approbation de ses actionnaires une série de mesures susceptibles de faire échec à l'offre de Gemalto.

L'assemblée a été notamment appelée à statuer sur la distribution d'un dividende exceptionnel de 1 euro par action, sur l'autorisation de poursuivre le programme existant de rachat d'actions et d'annuler les actions autodétenues pendant la période d'offre, sur l'émission et l'attribution gratuite de bons d'offre permettant de souscrire, à des conditions préférentielles, une ou plusieurs actions ordinaires de la société, en faveur de tous les actionnaires de Wavecom, en application des dispositions des articles L. 233-32 II et L. 233-33 du code de commerce (et ce jusqu'à doublement du capital de la société), et sur l'institution d'un droit de vote double au profit des actionnaires inscrits au nominatif depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

Cette assemblée générale ne s'est finalement pas tenue. En effet, Wavecom a mené en parallèle la recherche d'un « chevalier blanc ». Le 1<sup>er</sup> décembre 2008, soit une semaine avant la tenue de son assemblée générale, elle a conclu avec la société canadienne Sierra Wireless un protocole d'accord prévoyant le dépôt par cette dernière d'une offre publique amicale sur les titres Wavecom (aux prix respectifs de 8,5 euros par action et de 31,93 euros par OCEANE, soit une amélioration par rapport à l'offre de Gemalto de 21% du prix par action et de 2% du prix par OCEANE) et ce moyennant des engagements d'apport de la part des deux principaux actionnaires et fondateurs de Wavecom portant sur 21% du capital de la société. Dès le dépôt de cette offre concurrente, Wavecom a annoncé qu'elle ajournait l'assemblée générale devant statuer sur les mesures de défense.

(58) Offre de SAP sur les ORNANE Business Objects en octobre 2007, offres successives concurrentes sur les obligations convertibles de La Rochette en 2002.



Si l'assemblée s'était tenue et avait approuvé les résolutions proposées, la question se serait posée de savoir si l'adoption des mesures de défense précitées pouvait ouvrir droit pour Gemalto à renoncer à son offre dans le cadre des dispositions de l'article 232-11 2<sup>e</sup> alinéa du règlement général.

S'agissant de l'émission des bons d'offre, l'AMF rappelle qu'à la suite de leur introduction en droit français par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006, le 2<sup>e</sup> alinéa de l'article 232-11 du règlement général a été modifié de sorte à appréhender le cas où une société visée par une offre mettrait en œuvre des mesures modifiant sa consistance pendant l'offre ou postérieurement à celle-ci en cas de suite positive. C'est pourquoi au cas d'espèce, il paraît légitime de considérer que si l'assemblée générale des actionnaires approuve, pendant la période d'offre, une résolution donnant délégation au conseil d'administration pour émettre des bons de souscription d'actions tels que visés à l'article L. 233-32 II du code de commerce, lesquels bons sont susceptibles d'aboutir au doublement du capital de la société visée, l'initiateur peut alors renoncer à son offre publique sur le fondement du 2<sup>e</sup> alinéa de l'article 232-11 du règlement général, quand bien même ces bons n'auraient pas été encore attribués aux actionnaires par le conseil d'administration.

La réponse est moins simple s'agissant des autres mesures de défense qu'envisageait Wavocom. En particulier, au regard notamment du principe d'irrévocabilité des offres publiques, la question se pose de l'appréciation des conséquences d'un dividende exceptionnel décidé en période d'offre. Il semble qu'il faille se référer à l'ampleur de la distribution : soit celle-ci reste modeste, et l'on pourrait admettre un ajustement du prix d'offre par l'initiateur (comme cela se pratique habituellement lors du paiement du dividende ordinaire annuel), soit elle est importante au point de modifier la consistance de la cible, auquel cas elle pourrait ouvrir droit à renonciation à l'offre dans le cadre du 2<sup>e</sup> alinéa de l'article 232-11 du règlement général. Quoi qu'il en soit, il importe que l'initiateur d'une offre indique clairement dans la note d'information la mesure qu'il compte adopter en cas de distribution, étant souligné que, si la circonstance se présente, toute décision devra être prise après consultation de l'AMF.

## 2 > L'expertise indépendante et les conflits d'intérêts : les cas Alti et Clarins

La problématique d'indépendance de l'expert intervenant dans le contexte d'une offre publique a fait l'objet de dispositions particulières lors de la mise en place du nouveau régime de l'expertise indépendante en 2006. C'est ainsi que l'article 261-4 I du règlement général dispose que l'expert « ne doit pas être en situation de conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'offre publique ou l'opération et leurs conseils » et que l'article 1<sup>er</sup> de l'instruction de l'AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante précise que « pour l'application de l'article 261-4 (...), l'expert est considéré comme étant dans une situation de conflit d'intérêts, notamment lorsqu'il :

- 1/ entretient des liens juridiques ou des liens en capital avec les sociétés concernées par l'offre publique ou l'opération, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance ;
- 2/ a procédé à une évaluation de la société visée par l'offre publique ou qui réalise l'opération au cours des 18 mois précédant la date de sa désignation, sauf si l'évaluation menée dans ce délai intervient dans le cadre d'une mission qui constitue le prolongement de la précédente (...) ».

En 2008, deux dossiers d'offres publiques ont respectivement mis en lumière ces deux cas de conflits d'intérêts susceptibles d'affecter l'indépendance de l'expert désigné par la société visée.

Dans le premier cas, l'offre publique d'achat simplifiée de Financière Alti sur les actions Alti, le conflit d'intérêts dans l'existence d'un lien capitalistique entre l'initiateur de l'offre et l'expert désigné par la société visée.

Cette offre de fermeture déposée volontairement en juin 2008 en application de l'article 233-1 1<sup>o</sup> du règlement général, faisait suite à une première offre publique réalisée en 2007, à l'issue de

laquelle Financière Alti avait porté sa détention à 89,07% du capital et 88,85% des droits de vote d'Alti. Souhaitant retirer sa filiale de la cote, elle proposait cette fois un prix supérieur de 9% à celui de son offre précédente. Etant contrôlée par l'initiateur et celui-ci ayant l'intention de procéder à un retrait obligatoire à la clôture de l'offre, Alti avait nommé un expert sur le fondement de l'article 261-1, I 1° et II du règlement général.

Or le cabinet d'expertise désigné par Alti avait, de manière indirecte, un actionnaire minoritaire commun avec l'initiateur de l'offre. L'expert n'en faisait pas mystère dans son rapport, mais avait pourtant estimé que ce lien capitalistique n'était pas de nature à remettre en cause son indépendance : l'actionnaire commun était présent au capital de son cabinet comme investisseur financier et n'intervenait pas dans sa gestion, n'avait pris aucune part dans le choix d'Alti de nommer le cabinet, lequel n'avait d'ailleurs jamais effectué de mission pour le compte de cet actionnaire ou de ses filiales au cours des deux dernières années.

L'AMF a considéré que le lien en capital était néanmoins susceptible de caractériser une situation de conflit d'intérêts pour l'expert indépendant, pouvant l'amener à déclarer le projet d'offre publique non conforme, ce qui a conduit la société Alti à mandater un second cabinet, exempt de tout conflit d'intérêts, pour établir une « opinion indépendante » (et non une expertise indépendante au sens du règlement général) complémentaire à l'avis émis par le premier cabinet, dont elle a d'ailleurs conforté la conclusion favorable.

Le second cas concernait la société Clarins, qui a fait l'objet en juin 2008 d'une offre de fermeture déposée volontairement par Financière FC, *holding* de la famille Courtin-Clarins, en application de l'article 233-1 1° du règlement général. Comme pour Alti, Clarins avait mandaté un expert sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et 2° du règlement général puisque la Financière FC détenait 51,53% du capital et 59,71% des droits de vote de Clarins et avait l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre.

Or, l'instruction du projet d'offre a révélé que l'un des signataires du rapport d'expertise avait également signé en mars 2007 l'évaluation d'une participation significative minoritaire de Clarins ainsi qu'une évaluation de deux marques de cette société dans le cadre de l'établissement des comptes relatifs à l'exercice 2006, ce qui allait manifestement à l'encontre des dispositions de l'article 1<sup>er</sup> de l'instruction de l'AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006.

Dans cette situation, la société a décidé de désigner un nouvel expert répondant aux exigences d'indépendance du règlement général, dont le rapport s'est substitué à celui du premier.

A la lumière de ces précédents, l'AMF recommande une vigilance particulière aux sociétés visées par une offre publique lorsqu'elles sont amenées à désigner un expert indépendant requis par l'article 261-1 du règlement général. Il importe en effet que l'expert choisi soit effectivement « indépendant » selon les critères posés par l'instruction de l'AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006, étant précisé qu'en la matière les faits comptent autant que l'apparence, et que les critères énumérés par l'instruction ne constituent aucunement une liste exhaustive. A cet égard, l'AMF estime que des interventions répétées d'un même expert sur des opérations animées par une même structure de conseil peuvent porter atteinte à l'indépendance de l'expert, et ce, bien que la récurrence d'un même « binôme » conseil/expert ne soit pas explicitement visée par le règlement général ou l'instruction.

### 3 > L'expertise indépendante et le calendrier d'instruction des offres publiques : quelques exemples d'offres publiques non sollicitées

L'année 2008 a été marquée par un retour des offres publiques non sollicitées, après plusieurs années de quasi-disparition de ce type d'offre.

1

2

3

4

5

6

7

8

Dans de telles offres publiques, la note d'information de l'initiateur et celle en réponse de la société visée sont disjointes, l'AMF statuant sur la conformité du projet d'offre dans un délai de dix jours de bourse et avant le dépôt par la société cible de sa note en réponse au plus tard le 5<sup>e</sup> jour suivant la décision de conformité, conformément aux articles 231-20 I et 231-26 1<sup>er</sup> alinéa du règlement général. Le principe en est que l'offre non sollicitée, si elle est conforme, doit s'ouvrir rapidement pour permettre au marché de se prononcer et à d'éventuelles offres concurrentes de se manifester. En outre, l'avis motivé de l'organe de décision de la société visée n'entre pas dans le champ d'examen de conformité de l'AMF, dès lors qu'aucun conflit d'intérêts ne conduit celui-ci à désigner un expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 (en effet, sauf cas exceptionnels, il n'y a pas habituellement de conflits d'intérêts dans les offres non sollicitées).

Cette configuration s'est produite dans trois offres publiques d'achat non sollicitées ouvertes en 2008 : l'offre de H Partners Distribution sur Du Pareil au Même déposée le 10 mars 2008, l'offre de Groupe Open sur Sylys déposée le 7 juillet 2008<sup>(59)</sup> et l'offre de Gemalto sur Wavecom déposée le 6 octobre 2008.

Dans le cas Du Pareil au Même, le conseil de surveillance de la société visée a souhaité s'appuyer, pour rendre son avis motivé, sur une opinion indépendante externe, laquelle n'a pas pris la forme d'une expertise indépendante au sens du règlement général et n'a eu, de ce fait, aucun impact sur le calendrier d'instruction du projet d'offre, lequel a suivi le format décrit plus haut.

Il en aurait été autrement si l'organe de décision de la société visée, se considérant en situation de conflit d'intérêts, avait désigné un expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1. Dans ce cas, il y a toujours disjonction des projets de notes de l'initiateur et de la cible, mais l'AMF doit examiner le rapport de l'expert et l'avis motivé de l'organe de décision afin de statuer sur la conformité de l'offre au regard des deux projets de note et une fois écoulé un délai minimal de cinq jours de négociation suivant le dépôt du projet de note en réponse. L'articulation entre la déclaration de conformité et le dépôt de la note en réponse se trouve alors renversée<sup>(60)</sup>, sans compter que l'intervention d'un expert indépendant introduit un délai supplémentaire<sup>(61)</sup> susceptible d'allonger sensiblement le calendrier de l'offre publique.

En témoigne, par exemple, le projet d'offre publique d'achat de Sierra Wireless France sur la société Wavecom, déposé le 2 décembre 2008 et concurrent de l'offre de Gemalto précitée, et qui, compte tenu de la signature préalable d'un protocole d'accord entre l'initiateur et Wavecom et d'engagements d'apport à l'offre par deux actionnaires administrateurs de la cible, avait conduit Wavecom à désigner un expert au titre de l'existence de conflits d'intérêts.

Intervenant dans le contexte d'une bataille boursière<sup>(62)</sup>, le recours à l'expertise indépendante par la société visée peut retarder la confrontation des offres publiques en présence. L'exemple de l'offre concurrente de Sierra<sup>(63)</sup>, déposée le 2 décembre 2008, mais déclarée conforme le 6 janvier 2009 seulement, illustre bien en quoi l'inversion de l'articulation note en réponse déclaration de conformité et les délais introduits par l'expertise affectent le calendrier de l'offre publique.

La question de l'opportunité de l'expertise indépendante se pose en termes similaires lorsqu'une offre, initialement non sollicitée, devient amicale à la suite d'un relèvement du prix par l'initiateur, accompagné le cas échéant de la conclusion d'un protocole avec l'organe de décision de la cible et d'engagements d'apport à l'offre par des actionnaires importants siégeant à cet organe. Formellement, il pourrait être soutenu que ledit organe n'est plus alors en situation de se prononcer de manière indépendante sur l'offre en surenchère du fait de la conclusion de tels accords<sup>(64)</sup>.

(59) Dans sa forme initiale, cette offre comportait une branche principale en numéraire et une branche subsidiaire en titres.

(60) Cf. graphique illustratif, Rapport annuel 2006 de l'AMF, page 117.

(61) Délai d'élaboration d'au moins 15 jours de négociation posé à l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF.

(62) Même si au cas d'espèce, celle-ci fut de courte durée, Gemalto ayant très vite annoncé qu'elle renonçait à son offre.

(63) Cf. *supra* page 121.

(64) Cf. article 261-1 I 2<sup>o</sup> du règlement général de l'AMF.

Or, obliger la société visée à désigner un expert et à déposer une note en réponse, laquelle conditionnera la conformité de l'offre en surenchère, peut paraître artificiel. En effet, toutes choses égales par ailleurs, seule importe en définitive l'ampleur du relèvement du prix d'offre<sup>(65)</sup>, qui est le critère principal sur lequel repose la conformité d'un projet d'offre en surenchère<sup>(66)</sup>.

A cet égard, on se reportera à la surenchère de Groupe Open sur les termes de son offre visant les titres Sylis, déposée le 26 août 2008. Cette surenchère emportait un relèvement de 8,2% du prix offert par action et avait convaincu les trois principaux actionnaires de Sylis, représentant près de 55% du capital et, par ailleurs, majoritaires au conseil d'administration, de conclure des engagements d'apport à l'offre en surenchère. Dans ces conditions, le conseil d'administration a émis un avis favorable à la nouvelle offre de Groupe Open. En l'espèce, Sylis n'a pas fait appel à un expert indépendant, ce qui a permis à l'offre en surenchère d'être rapidement déclarée conforme et ouverte, facilitant l'exécution d'une offre dont l'issue n'avait dès lors plus d'enjeu.

Comme le montrent ces exemples, un équilibre doit être trouvé en fonction des spécificités de chaque offre, entre l'application des principes gouvernant le recours à l'expertise indépendante et le bon déroulement du calendrier de l'offre au mieux des intérêts du marché et de la confrontation des offres.

## C – Les dérogations à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre

En 2008, l'AMF a rendu 33 décisions de dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique, dont 6 relatives à des examens menés en application de l'article 234-7 du règlement général (mise en concert). Parmi les 27 autres décisions de dérogation, 3 ont aussi concerné des examens relatifs à l'article 234-7. 2 décisions relatives à l'article 236-6<sup>(67)</sup> du règlement général ont été rendues.

### 1 > La substitution du plus petit concertiste dans un concert à deux détenant plus de la majorité des droits de vote : Thales

Le 18 novembre 2008, Dassault Aviation et Alcatel-Lucent ont annoncé qu'ils entraient en discussion exclusive en vue de l'acquisition par le premier de la totalité de la participation détenue par le second dans la société Thales. En parallèle, Dassault Aviation a engagé des discussions avec l'Etat en vue de définir les termes d'un partenariat en tant qu'actionnaire de Thales, Dassault Aviation assumant le rôle de « partenaire industriel » alors dévolu à Alcatel-Lucent.

Jusqu'à-là, la société Thales était contrôlée par un concert formé par le secteur public et Alcatel Lucent, qui détenait 47,31% du capital et 58,96% des droits de vote de Thales. Cette composition du capital résultait des modifications apportées le 28 décembre 2006 aux pactes d'actionnaires en vigueur depuis avril 1998 concernant Thales.

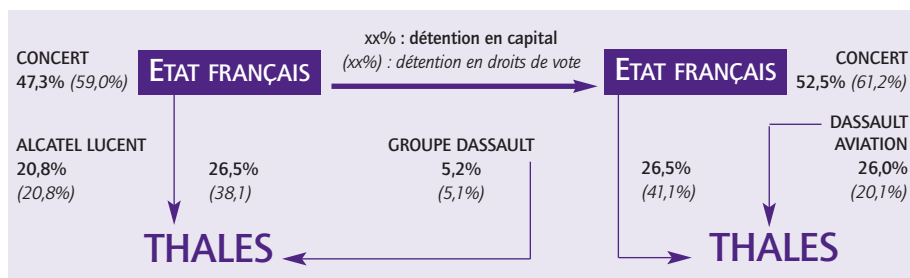
Il était envisagé que Dassault Aviation acquière l'intégralité des titres Thales détenus par Alcatel Lucent (soit 20,8% du capital) ainsi que les titres détenus par sa maison mère GIMD (5,2% du capital), et devienne ainsi actionnaire de Thales à hauteur de 25,96% du capital et 20,11% des droits de vote.

Concomitamment, Dassault Aviation se substituerait aux droits et obligations d'Alcatel-Lucent en adhérant aux accords conclus le 28 décembre 2006 par le biais de la signature d'une « convention d'adhésion », conclue avec l'Etat, aux termes de laquelle, Dassault Aviation serait tenue par toutes les obligations et bénéficierait des mêmes droits que ceux à la charge et au bénéfice d'Alcatel-Lucent, sous réserve de certains amendements visant à renforcer les droits du secteur public et à asseoir sa prédominance au sein du concert.

(65) Sans compter que le règlement général ne prévoit pas le dépôt par la société visée d'une nouvelle « note en réponse » en cas de surenchère par l'offrant, mais seulement l'émission d'un nouvel avis motivé par son organe de décision (art. 232-9).

(66) Cf. article 232-7 1<sup>er</sup> alinéa du règlement général de l'AMF.

(67) Article relatif aux conditions de mise en œuvre d'une OPR.



Dans ce cadre, l'Autorité des marchés financiers a examiné l'évolution prévue du concert par rapport à la situation qui prévalait depuis décembre 2006 (illustrée ci-dessus). Elle a considéré que les dispositions du 1<sup>er</sup> alinéa de l'article 234-7 du règlement général s'appliquaient en l'espèce – le secteur public, alors prédominant au sein du concert formé avec Alcatel-Lucent, qui détenait la majorité des droits de vote de Thales, demeurant prédominant au sein du nouveau concert formé avec Dassault Aviation, lequel détiendrait aussi la majorité des droits de vote de la société Thales – et que l'AMF pouvait donc constater qu'il n'y avait pas lieu au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique<sup>(68)</sup>.

Cette conclusion a notamment reposé sur une appréciation approfondie de l'équilibre entre le secteur public et Dassault Aviation, à la fois en termes de participations relatives en capital et en droits de vote, de représentation au conseil d'administration de Thales, et de modalités de gouvernance définies par le dispositif contractuel prévu entre les parties.

L'Autorité a toutefois demandé aux parties de l'informer de toute modification de leurs participations respectives ainsi que des dispositions des accords conclus entre eux, en vue d'apprécier, dans le cadre des dispositions du dernier alinéa de l'article 234-7 du règlement général, les conséquences de ces modifications au regard de l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique.

Cette décision révèle une application nouvelle des dispositions de l'article 234-7 du règlement général, lesquelles ont été appliquées jusqu'ici dans les cas où un tiers se joint à un concert existant (scénario « 2 + 1 = 3 »). En l'espèce, on assistait, au contraire, à la substitution pure et simple de l'une des parties au concert (scénario « 2 - 1 + 1 = 2 ») aboutissant à la formation d'un nouveau concert dans lequel le membre prédominant restait inchangé. Dans ces conditions, l'approche de l'AMF a consisté à comparer une situation de départ caractérisée par un concert majoritaire dans lequel le secteur public était prépondérant, avec une situation d'arrivée caractérisée par un nouveau concert majoritaire dans lequel il convenait de vérifier que ce même secteur public demeurait prépondérant.

## 2 > La dérogation en cas de réduction du capital consécutive à un programme de rachat d'actions

A plusieurs reprises, l'AMF a été saisie de demandes de dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique dans le cadre de réductions de capital d'une société, lesquelles résultaient de la mise en œuvre d'un programme de rachat et de l'annulation d'actions subséquente, qui auraient pour conséquence la relution de l'actionnaire principal l'amenant à se retrouver en situation d'offre obligatoire, soit par le franchissement en hausse du seuil du tiers du capital ou des droits de vote, soit par un accroissement de plus de 2% du capital ou des droits de vote de la détention initialement comprise entre le tiers et 50%. Dans la mesure où les seuils exprimés en droits de vote se calculent sur la base d'un nombre de droits de vote dit théorique (ou brut), comme le prévoit le 2<sup>e</sup> alinéa de l'article 223-11 du règlement général, la seule mise en œuvre d'un programme de rachat, sans annu-

(68) Décision de l'AMF n° 208C2115 du 27 novembre 2008, disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Décisions et informations financières ».

lation des actions acquises, n'a aucun effet mécanique sur la détention des actionnaires, le dénominateur exprimé en capital ou en droits de vote de la société concernée demeurant invariant.

En cas d'annulation des actions, les demandeurs à la dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique invoquent l'article 234-9 5° du règlement général, lequel prévoit la possibilité de l'octroi d'une dérogation sur le fondement d'une diminution du nombre de titres de capital ou de droits de vote d'une société. Dans son rapport annuel 2007<sup>(69)</sup>, l'AMF avait demandé que les actionnaires à l'origine d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA) générant la situation d'offre obligatoire pour laquelle ils demandent une dérogation ne prennent pas une part active à la prise de décision d'une telle opération.

Le même raisonnement peut être tenu en ce qui concerne les programmes de rachat d'actions. Si l'actionnaire en situation potentielle d'offre obligatoire, notamment par franchissement en hausse du seuil du tiers du capital ou des droits de vote résultant de l'annulation des actions acquises dans le cadre dudit programme, a eu une part active dans la mise en œuvre de l'opération<sup>(70)</sup>, il ne peut prétendre obtenir le bénéfice d'une dérogation, quand bien même en « extournant » son vote sur les résolutions en question, celles-ci auraient été adoptées par l'assemblée générale des actionnaires. En effet, il importe que l'actionnaire en question ne pèse pas sur la prise de décision au vu et au su des autres actionnaires et que, par conséquent, il annonce avant la tenue de l'assemblée générale soit qu'il ne prendra pas part au vote, soit qu'il ne pèsera pas sur l'adoption des résolutions en question comme dans le précédent cité.

L'AMF rappelle qu'en procédant ainsi, il ne s'agit pas de limiter l'exercice des droits de vote par les actionnaires qui est l'attribut fondamental de tout actionnaire, mais de subordonner l'octroi d'une dérogation à des engagements pris par le demandeur à la dérogation de sorte à éviter une évolution significative du contrôle d'une société dans le cadre d'une opération dont ce n'est pas l'objet. A cet égard, le franchissement en hausse du seuil du tiers peut constituer une telle évolution, dans la mesure où il entrouvre la possibilité de l'obtention d'un contrôle de droit.

### 3 > La mise en œuvre d'une offre publique de retrait et la cession du principal des actifs : César

La décision César (décembre 2008) sur l'examen de la mise en œuvre éventuelle d'une offre publique de retrait a permis de préciser les conditions d'application de l'article 236-6 du règlement général sur l'appréciation de la cession du principal des actifs au regard des droits et intérêts des actionnaires.

César a conclu, le 24 octobre 2008, un contrat de cession d'actifs portant sur ses activités américaines, le produit de cession devant permettre à la fois de désintéresser le *pool* bancaire et de poursuivre l'activité de la société sur un périmètre resserré et restructuré. Les actifs cédés représentaient deux tiers du chiffre d'affaires du groupe César, l'essentiel du résultat opérationnel et 65% des actifs courants du groupe, César devant continuer de disposer de son outil de production pour la poursuite de son activité, recentrée sur le périmètre européen. En outre, le plan prévu, qui avait fait l'objet d'une homologation par le Tribunal de commerce de Bobigny, apparaissait nécessaire à la survie de la société, la cession des activités américaines étant la seule solution trouvée par la société pour éviter, à terme, une probable cessation de paiements. Sur ces bases, l'actionnaire majoritaire de César, Butler Capital Partners, a demandé à l'Autorité des marchés financiers de considérer qu'il n'y avait pas matière à la mise en œuvre d'une offre publique de retrait au sens de l'article 236-6 du règlement général.

Dans le cadre de son examen, l'Autorité a considéré qu'à supposer que la cession du pôle américain représente la cession du principal des actifs de la société César, elle n'emportait pas de conséquences préjudiciables au regard des droits et intérêts des actionnaires de la société, compte tenu de sa situa-

(69) Cf. Rapport annuel de l'AMF 2007, page 128.

(70) Notamment par l'existence d'un contrôle de fait en sa faveur tel que prévu à l'article L. 233-3 I 3° du code de commerce.

tion opérationnelle et financière, cette cession s'inscrivant dans le cadre d'un accord global avec les banques créancières de la société, lequel avait fait l'objet d'une homologation par le Tribunal de commerce de Bobigny et que, par conséquent, il n'y avait pas matière au dépôt d'une offre publique de retrait.

Cette décision montre qu'au cas d'espèce la cession de ce qui aurait pu être qualifié comme étant le principal des actifs de la société devait s'apprécier *in concreto* et, par conséquent, tenir compte du contexte dans lequel elle intervient afin de déterminer si elle était susceptible d'affecter les droits et intérêts des actionnaires de la société et donc justifier le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait par l'actionnaire contrôlant.

## D – Les contentieux

### 1 > Les suites de l'offre publique d'échange de Sacyr Vallehermoso sur Eiffage

#### a) La décision de non-conformité du projet d'offre rendue par l'AMF

Le 19 avril 2007, Sacyr a déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers un projet d'offre publique d'échange (OPE) volontaire visant les actions de la société Eiffage et relevant de la procédure normale prévue par le règlement général de l'Autorité. Détenant au jour du dépôt de ce projet 33,32% du capital et 29,61% des droits de vote de cette société, cet initiateur s'engageait à acquérir, par remise de 12 actions Sacyr à émettre pour 5 actions Eiffage présentées, la totalité des actions non détenues par elle.

Par décision du 26 juin 2007, l'AMF a déclaré ce projet non conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables, aux motifs que l'initiateur qui agissait de concert avec au moins six autres actionnaires était amené à franchir de concert les seuils du tiers du capital et des droits de vote d'Eiffage et tombait ainsi sous le régime de l'offre publique obligatoire. L'Autorité a en conséquence demandé à la société Sacyr, agissant de concert, de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la société Eiffage tel qu'il puisse être déclaré conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables. Elle a estimé que Sacyr et ses concertistes étaient également tenus de déposer ou de s'engager à déposer un projet d'offre publique sur les titres de la société APRR, cette société étant détenue à plus du tiers par Eiffage et représentant pour elle un « actif essentiel ».

Cette décision a fait l'objet d'un recours devant la Cour d'appel de Paris formé par la société Sacyr et les six autres actionnaires considérés par l'AMF comme agissant de concert avec celle-ci. La Cour d'appel a rendu son arrêt le 2 avril 2008.

#### b) L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 2 avril 2008

Au fond, la Cour a validé l'analyse de l'AMF selon laquelle Sacyr agissait, à l'égard d'Eiffage, de concert avec d'autres actionnaires. Elle a également relevé que les acquisitions successives d'actions d'Eiffage par Sacyr et par les six autres actionnaires avaient procédé non d'un simple parallélisme de comportement mais d'une démarche collective organisée tendant à la poursuite d'une politique commune. En conséquence, la Cour a jugé que l'AMF avait valablement considéré que le projet d'offre publique d'échange présenté par Sacyr ne respectait pas les principes de transparence et de loyauté prescrits par le droit positif et ne pouvait dès lors être déclaré conforme aux dispositions législatives et réglementaires qui lui étaient applicables.

La Cour d'appel, en revanche, a considéré qu'en demandant à Sacyr de déposer un projet d'offre publique conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables, l'AMF avait délivré à cette société une injonction au sens de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier, sans, cependant, avoir mis les personnes concernées en mesure de présenter leurs explications. Elle a, dès lors,

estimé que Sacyr et les six autres actionnaires concernés étaient fondés à invoquer une atteinte aux droits de la défense et a, sur cette base, annulé la demande de dépôt d'une offre faite par l'AMF.

### c) Le jugement du Tribunal de commerce de Nanterre du 6 mai 2008

Parallèlement au recours formé devant la Cour d'appel de Paris contre la décision de l'AMF, la validité des délibérations votées lors de l'assemblée générale d'Eiffage qui s'était tenue le 18 avril 2007<sup>(71)</sup> a été contestée devant le Tribunal de commerce de Nanterre<sup>(72)</sup>. Le bureau de cette assemblée avait, en effet, considéré que Sacyr et 88 autres actionnaires agissaient de concert et qu'ainsi ils détenaient ensemble plus de 50% du capital et des droits de vote d'Eiffage ; faute pour ces actionnaires d'avoir déclaré le franchissement des seuils du tiers et de la moitié du capital et des droits de vote, le bureau avait décidé, en application des dispositions de l'alinéa 1<sup>er</sup> de l'article L. 233-14 du code de commerce, de priver de droits de vote les actions détenues par ces actionnaires pour la partie dépassant le seuil non déclaré.

Par un jugement en date du 6 mai 2008, le Tribunal de commerce de Nanterre a prononcé la nullité de la décision du bureau et, en conséquence, celle de l'ensemble des résolutions votées au cours de cette assemblée.

Le Tribunal, qui reconnaît qu'au-delà de ses attributions spécifiques fixées par le code de commerce le bureau peut exercer un pouvoir général de police de l'assemblée (s'illustrant notamment dans le contrôle de l'exercice du droit de vote, dans le droit d'arrêter le *quorum* et de vérifier qu'il est atteint pour chaque résolution, de vérifier l'application des règles de majorité et résoudre certaines difficultés qui peuvent survenir en cours de séance), considère toutefois que ce pouvoir, faute de délégation législative précise, ne peut s'exercer qu'*a minima* et s'entend donc comme un simple pouvoir de constatation. En l'espèce, les juges ont souligné que le bureau n'avait pas le pouvoir de réunir les éventuelles preuves d'une supposée action de concert et qu'il ne lui appartenait pas de qualifier une situation juridique, qualification dévolue exclusivement à une autorité de nature juridictionnelle soumise au principe d'impartialité et du respect des droits de la défense.

### d) L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 18 décembre 2008

Le 17 avril 2008, soit postérieurement au prononcé de l'arrêt de la Cour d'appel du 2 avril 2008, Sacyr a annoncé par voie de communiqué avoir vendu la totalité des actions Eiffage qu'elle détenait à un groupe d'investisseurs institutionnels.

Par une décision du 21 avril 2008, l'AMF a indiqué qu'elle avait examiné les conséquences de cette cession et a pris acte de ce que Sacyr ne détenait plus aucune action Eiffage. Elle a constaté que, compte tenu de sa décision du 26 juin 2007 et de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 2 avril 2008, le projet d'offre publique d'échange de la société Sacyr et la demande faite à celle-ci de déposer un projet sous le régime de l'offre obligatoire étaient devenus caducs. L'Autorité a, en outre, relevé que les actions Eiffage détenues par Sacyr, agissant de concert, au-delà de la fraction du tiers avaient été privées de droit de vote et estimé que l'application des principes gouvernant les offres publiques visés à l'article 231-3 du règlement général, des articles L. 433-3 I du code monétaire et financier et 234-2 du règlement général relatifs à l'offre obligatoire, devait nécessairement tenir compte de l'ensemble des circonstances de fait qui prévalaient au jour de sa décision. Sur cette base, l'AMF a décidé qu'il n'y avait pas lieu de faire obligation à la société Sacyr de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la société Eiffage.

(71) Cf. Rapport annuel de l'AMF 2007, page 129.

(72) Saisi dans un premier temps en référé d'une demande de suspension de toutes les décisions de l'assemblée générale des actionnaires de la société Eiffage du 18 avril 2007, le Tribunal de commerce de Nanterre a rejeté ladite demande par une ordonnance du 1<sup>er</sup> juin 2007. La Cour d'appel de Versailles a également rejeté par un arrêt du 27 juin 2007 le recours formé à l'encontre de cette ordonnance estimant qu'au cas d'espèce aucun trouble manifestement illicite ni de dommage imminent ne pouvait résulter de l'assemblée du 18 avril 2007 ou d'une assemblée à venir.



Cette décision a été confirmée par la Cour d'appel de Paris statuant sur un recours en annulation formé par l'ADAM<sup>(73)</sup>. Par un arrêt du 18 décembre 2008, la Cour a, en effet, reconnu à l'AMF, dans l'exercice de sa mission générale de régulation boursière, un pouvoir d'appréciation justifiant pleinement, en l'espèce, la prise en compte d'un élément nouveau découlant de la sortie définitive de Sacyr du capital d'Eiffage. Les juges du fond ont ainsi estimé que l'Autorité pouvait à bon droit considérer qu'il n'y avait plus lieu de faire obligation à Sacyr de déposer une offre.

## 2 > Les suites de l'offre publique de rachat d'actions de Gecina

### a) La décision de non-conformité et l'action de concert en 2007

Le 19 février 2007, MM. Rivero, Soler et Sanahuja ont conclu un accord, qualifié par eux d'« accord de séparation », ayant pour objet de mettre un terme au conflit qui les opposait au sein de la société espagnole Metrovacesa, en procédant à la scission de cette société et de sa filiale française Gecina.

L'accord prévoyait la réalisation d'une suite d'opérations portant sur le capital et le périmètre d'activité respectifs des sociétés Metrovacesa et Gecina, notamment par le biais d'offres publiques successives en Espagne puis en France. Dans ce cadre, le 22 novembre 2007, la société Gecina a déposé auprès de l'AMF, en application de l'article 233-1 5° du règlement général, un projet d'offre publique de rachat sur ses propres actions (OPRA). Aux termes de ce projet, Gecina envisageait de racheter à ses actionnaires un maximum de 13 919 898 actions, soit 22,35% du capital, par voie d'échange contre des actions de la société Medea<sup>(74)</sup>, société cotée contrôlée par Gecina.

MM. Rivero et Soler s'engageaient également à se porter acquéreurs des titres Gecina qui resteraient détenus par Metrovacesa à l'issue de l'offre publique de rachat, au prix de 129,36 euros par action.

Par la décision du 13 décembre 2007<sup>(75)</sup>, l'AMF a déclaré le projet d'OPRA présenté par la société Gecina non conforme aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables.

La réalisation de l'offre publique de rachat de Gecina sur ses propres titres ne pouvait en effet être analysée séparément des autres opérations mises en œuvre en exécution de l'accord de séparation conclu le 19 février 2007 et visant à dénouer les participations de Metrovacesa dans Gecina et celles de MM. Rivero et Soler dans Metrovacesa. Il résultait des termes de cet accord que les engagements pris par MM. Rivero et Soler caractérisaient une action de concert vis-à-vis de Gecina au sens de l'article L. 233-10 I du code de commerce. En conséquence, il apparaissait que MM. Rivero et Soler détenaient en réalité de concert, depuis le 27 novembre 2007, 33,16% du capital et des droits de vote de cette société. Le mécanisme relatif de l'OPRA conduisait en conséquence mécaniquement ces derniers à un franchissement en hausse de concert des seuils du tiers du capital et des droits de vote de Gecina. Faute de mentionner cette information dans le projet de note d'information de l'OPRA, les actionnaires de Gecina ne disposaient pas de l'information cohérente et complète requise dans le cadre de l'offre.

Par un arrêt du 24 juin 2008, la Cour d'appel de Paris a rejeté les recours en annulation formés à l'encontre de la décision de l'AMF de non-conformité de l'OPRA par la société Gecina, M. Rivero et M. Soler.

### b) L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 24 juin 2008

La Cour d'appel de Paris confirme la décision attaquée en considérant que c'est à bon droit que l'AMF a retenu la qualification d'action de concert à l'encontre de MM. Rivero et Soler vis-à-vis de Gecina et tiré les conséquences qui s'imposaient. Les juges valident ainsi cette décision en ce qu'elle a déduit que la réalisation de l'OPRA conduisait nécessairement ces derniers, agissant de concert, à franchir

(73) ADAM : Association des actionnaires minoritaires.

(74) L'échange devait s'opérer sur la base d'une parité de 20,5 actions Medea pour 1 action Gecina apportée. Les actions Gecina ainsi rachetées avaient vocation à être annulées conformément aux dispositions des articles L. 225-204 et L. 225-207 du code de commerce.

(75) Les éléments et les circonstances ayant présidé à la décision de non-conformité rendue par l'AMF le 13 décembre 2007 concernant le projet d'offre publique de rachat d'actions de Gecina déposé le 22 novembre 2007 sont exposés dans le Rapport annuel de l'AMF 2007, page 130.

les seuils du tiers du capital et des droits de vote de Gecina, ce qui amenait MM. Rivero et Soler à devoir déposer un projet d'offre publique visant les actions Gecina en application des articles 234-2 et, le cas échéant, 234-5 du règlement général de l'AMF.

Elle souligne que c'est à juste titre que l'Autorité a retenu que les opérations réalisées en exécution de l'accord de séparation - lesquelles devaient être appréhendées de manière unitaire et globale - relevaient d'un comportement commun, solidaire et assorti de surcroît d'une dimension contraignante forte, entre ces personnes, en vue d'acquiescer et d'exercer des droits de vote de Gecina, étant observé que ces opérations successives ne pouvaient être exécutées sans une concertation mutuelle réitérée à chaque étape entre MM. Rivero et Soler. La Cour fait en outre sienne l'analyse de l'Autorité en ce qu'elle a estimé qu'au moins pendant la durée d'exécution de l'accord de séparation, MM. Rivero et Soler mettaient en œuvre solidairement une politique vis-à-vis de Gecina (étant précisé qu'il suffit, pour l'application des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce, que cette politique commune soit mise en œuvre temporairement).

La Cour a constaté qu'il était constant que, contrairement à la réalité, le projet de note d'information présentait MM. Rivero et Soler comme n'agissant pas de concert vis-à-vis de Gecina, présentation corroborée par des déclarations de franchissements de seuil des intéressées reçues par l'AMF le 5 décembre 2007. Dès lors, les actionnaires de Gecina ne disposaient pas de l'information cohérente et complète requise dans le cadre de l'offre publique de rachat qui leur était adressée et l'AMF a justement déclaré non conforme le projet d'OPRA présenté par la société Gecina.

La société Gecina, M. Rivero et M. Soler ont chacun déposé un pourvoi en cassation à l'encontre de l'arrêt du 24 juin 2008.

### 3 > La dérogation à offre publique visant les actions Grands Moulins de Strasbourg

L'Autorité des marchés financiers a été saisie d'une demande de dérogation de M. Leary, président-directeur général de la société Grands Moulins de Strasbourg (GMS), dans le cadre d'un projet de restructurations matérialisées par la création d'une nouvelle *holding* de contrôle (la société LFM à laquelle seraient apportés les titres de la société *holding* déjà existante Sofracal) et l'entrée progressive dans le capital de cette dernière de M. Bakri. Ayant constaté que ces restructurations ne remettaient pas en cause le contrôle majoritaire de GMS exercé par M. Leary, l'AMF a octroyé, le 22 novembre 2007, la dérogation sollicitée en application des articles 234-7, 234-8, 234-9 6°<sup>(76)</sup> et 234-10 de son règlement général.

Par un arrêt du 13 mai 2008, la Cour d'appel de Paris a rejeté le recours en annulation formé à l'encontre de cette décision par la société Moulins Soufflet, actionnaire de GMS. Elle a considéré que l'AMF avait opéré une exacte appréciation de la situation pour octroyer la dérogation sollicitée. L'Autorité a ainsi valablement relevé que M. Leary détenait précédemment, directement et indirectement par l'intermédiaire de Sofracal, la majorité du capital et des droits de vote de GMS et qu'il avait vocation à continuer à exercer après opérations, indirectement par l'intermédiaire des sociétés LFM et Sofracal, le contrôle majoritaire de la société GMS, étant observé que M. Leary demeurait l'unique gérant majoritaire de LFM et maintiendrait sa prédominance au vu des dispositions statutaires et extra-statutaires.

La Cour estime, en outre, que l'examen des circonstances, requis par l'article 234-8, alinéa 2 du règlement général<sup>(77)</sup>, pour accorder une dérogation, ne porte pas sur les conditions financières de l'opération envisagée par le demandeur de la dérogation. La requérante n'est dès lors pas fondée à criti-

(76) L'article 234-9 6° prévoit que l'AMF peut accorder une dérogation dans les cas de détention de la majorité des droits de vote de la société par le demandeur ou par un tiers, agissant seul ou de concert.

(77) L'article 234-8 énonce que l'AMF peut accorder une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique si la ou les personnes concernées justifient auprès d'elle remplir l'une des conditions énumérées à l'article 234-9. L'AMF se prononce après avoir examiné les circonstances dans lesquelles le ou les seuils ont été ou seront franchis, la répartition du capital et des droits de vote et les conditions dans lesquelles, le cas échéant, l'opération a fait ou fera l'objet d'une approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la société visée.

quer la décision déferée sur une prétendue mauvaise appréciation de l'opportunité de la dérogation octroyée à raison de la valorisation des apports à LFM ou des conditions prévues des augmentations de capital au sein de LFM.

La société Moulins Soufflet a formé un pourvoi en cassation contre cet arrêt.

#### 4 > L'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire : Hyparlo

Par décision du 2 juillet 2008, l'AMF a déclaré conforme le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire présenté par la société Hyparlo France SAS et visant les actions de la société Hyparlo SA.

Cette décision a été attaquée devant la Cour d'appel de Paris, ainsi que celle par laquelle l'AMF a prorogé la clôture de l'offre, compte tenu du rejet de la demande de sursis à exécution qui avait été présentée par les requérants.

Par arrêt du 3 décembre 2008, la Cour d'appel a déclaré ces deux recours irrecevables au motif que les requérants n'avaient pas démontré qu'ils avaient la qualité d'actionnaires à la date de la décision attaquée.

Par suite, l'offre publique de retrait a été clôturée le 12 décembre 2008 et le retrait obligatoire mis en œuvre le 15 décembre de la même année. Depuis, les requérants ont introduit devant la Cour d'appel de Paris un recours tendant à l'annulation de l'avis du 12 décembre 2008, lequel tire les conséquences de l'arrêt du 3 décembre en clôturant l'offre et fixant au 15 décembre la mise en œuvre du retrait obligatoire.

## 5 – Les aspects comptables

### A – Crise financière et normes comptables : l'action de l'AMF

Dès la fin de l'année 2007, l'AMF a mis en place un suivi des problématiques comptables résultant de la crise financière liée aux *subprime*. Des réunions avec les principales institutions financières cotées ont été organisées pour identifier les problématiques rencontrées et étudier les réponses envisagées par ces émetteurs.

En avril 2008, le Forum de stabilité financière a émis un rapport comportant 67 recommandations dont trois concernent le normalisateur comptable international :

- > l'amélioration de l'information en annexe sur les instruments et les risques financiers<sup>(78)</sup> ;
- > la formation d'un panel d'experts (*Expert Advisory Panel*) chargé d'aider les préparateurs des comptes dans l'emploi du concept de juste valeur dans un contexte où les marchés sont illiquides ;
- > l'amélioration, à très brève échéance, des règles de consolidation et de l'information en annexe au titre des véhicules hors bilan.

Ce document a été accompagné par une publication du *Senior Supervisors Group* portant sur un format de présentation des investissements réalisés dans des actifs liés aux *subprime* permettant de fournir une information plus standardisée et plus complète sur les risques bruts, les mécanismes de garantie mis en place, etc. En France, ce document a été repris et développé par la Commission bancaire et l'AMF afin de proposer aux établissements financiers français des matrices de synthèse par type d'instruments financiers concernés.

(78) Travaux du *Senior Supervisors Group* (SSG), auxquels l'AMF a contribué, visant à définir un cadre de communication sur la crise financière avec cinq chapitres : CDO, Autres *subprime* et expositions, CMBS, Entités *ad hoc*, LBO. Le G7 a inscrit ce point dans ses priorités à mettre en œuvre dans un horizon de 100 jours (application aux comptes du 1<sup>er</sup> semestre 2008). En France, le cadre SSG-FSF a fait l'objet de travaux menés par le secrétaire général de la Commission bancaire avec la FBF, des représentants d'établissements bancaires et de l'AMF.

L'AMF a également participé aux réflexions de l'*Expert Advisory Panel* mis en place en juin 2008 par l'IASB afin de proposer des guides d'application permettant de répondre aux problèmes rencontrés dans la mise en œuvre d'IAS 39 lorsque les marchés sont peu liquides.

L'AMF a aussi participé aux travaux de l'OICV et du CESR en réponse à la crise.

En France, le 15 octobre 2008, l'AMF, le Conseil national de la comptabilité, la Commission bancaire et l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles ont publié un communiqué de presse commun<sup>(79)</sup> sur les critères à prendre en compte afin de valoriser certains instruments financiers à la juste valeur, en particulier en l'absence de marché ou de conditions satisfaisantes de liquidité. Les quatre autorités ont insisté, notamment, sur l'utilisation des hypothèses développées par l'entreprise en l'absence de données de marché pertinentes. Ainsi, lorsque les marchés sont inactifs, l'utilisation d'hypothèses internes relatives aux flux de trésorerie futurs et de taux d'actualisation correctement ajustés des risques que prendrait en compte tout participant au marché (risque de contrepartie, de non-performance, de liquidité ou de modèle notamment) est justifiée. Ces ajustements doivent être pratiqués de manière raisonnable et appropriée, après examen de l'ensemble des informations disponibles.

Les autorités ont également évoqué la place des cotations de courtiers dans l'appréciation des informations disponibles, la place des transactions forcées dans la détermination de la juste valeur et enfin le rôle des prix de transactions observés sur un marché inactif.

Cette position est cohérente avec celle de l'*Expert Advisory Panel* dans son document du 30 octobre 2008 et avec le communiqué commun de la SEC et du *Financial Accounting Standards Board* (FASB) (*clarification on fair value accounting*) du 30 septembre. Enfin, aux Etats-Unis, le *FASB Staff Position* (FSP) N° 157-3 publié le 10 octobre confirme ces clarifications et y ajoute un exemple illustratif très utile pour l'appréciation de ces critères.

Les recommandations de l'AMF en vue de l'arrêté des comptes 2008, publiées le 30 octobre<sup>(80)</sup>, ont mis l'accent sur les problématiques comptables résultant de la crise financière.

## B – L'évolution de la réglementation comptable

### 1 > Les normes approuvées en 2008

Pour devenir exécutoire dans l'Union européenne, tout texte publié par l'IASB<sup>(81)</sup> doit être adopté officiellement par la Commission européenne et publié au Journal officiel de l'Union européenne.

L'EFRAG<sup>(82)</sup>, le comité technique chargé de conseiller le Comité de la réglementation comptable (ARC) et la Commission européenne pour l'adoption des normes IFRS, met à jour et publie sur son site internet un état du processus d'adoption.

Les normes, amendements des normes et interprétations qui ont fait l'objet d'une approbation par la Commission européenne au cours de l'année 2008 sont rappelés dans le tableau suivant :

(79) Communiqué conjoint CNC, CB, ACAM et AMF, disponible sur le site internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), rubrique « Communiqués de presse ».

(80) Elles sont disponibles sur le site internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), rubrique « Textes de référence, accès par type, Recommandations ».

(81) IASB : *International Accounting Standards Board*.

(82) EFRAG : *European Financial Reporting Advisory Group*.

## Les normes approuvées en 2008

	Date d'approbation	Date d'application
<b>Normes et amendements de normes</b>		
Amendement d'IAS 39 et d'IFRS 7 « Reclassement d'instruments financiers »	15 octobre 2008	Possibilité d'effet rétroactif si décision prise avant le 1 <sup>er</sup> novembre 2008
Amendement d'IAS 23 « Coûts d'emprunt »	10 décembre 2008	1 <sup>er</sup> janvier 2009 (application anticipée possible)
Amendement d'IFRS 2 « Paiement sur base d'actions : conditions d'acquisition et d'annulation »	16 décembre 2008	1 <sup>er</sup> janvier 2009 (application anticipée possible)
Amendement d'IAS 1 « Présentation des états financiers – présentation modifiée »	17 décembre 2008	1 <sup>er</sup> janvier 2009 (application anticipée possible)
<b>Interprétations</b>		
IFRIC 13 « Programmes de fidélisation de la clientèle »	16 décembre 2008	1 <sup>er</sup> janvier 2009 (application anticipée possible)
IFRIC 14 « IAS 19 limite de l'actif de couverture, obligations minimales de financement et leur interaction »	16 décembre 2008	1 <sup>er</sup> janvier 2009 (application anticipée possible)

Source : AMF

Le 13 octobre 2008, l'IASB a adopté un amendement à IAS 39 permettant une convergence avec le référentiel américain sur la question du reclassement de certains instruments financiers. Cet amendement est intervenu à la suite :

- > d'une part, de la demande européenne d'assouplissement des règles de reclassement de certains instruments financiers détenus dans les catégories comptables de *trading* et d'actifs disponibles à la vente (AFS), devenus illiquides, vers d'autres catégories comptables de détention à plus longue échéance, essentiellement en prêts et créances et instruments détenus jusqu'à échéance ;
- > et, d'autre part, de la reconnaissance officielle par l'IASB du caractère exceptionnel de la crise financière au 3<sup>e</sup> trimestre 2008 et de la reconnaissance de l'existence de différences de traitement entre les normes IFRS et les normes US GAAP, puisque l'amendement à IAS 39 aboutit à faire converger les possibilités de reclassement permises par IAS 39 vers celles déjà autorisées par les normes US GAAP dans les textes FAS 65 et 115.

L'objectif de cet amendement est de permettre de sortir des portefeuilles de *trading book* (constitués essentiellement des activités issues de banque de marché) vers les portefeuilles de *banking book* (constitués des activités de prêts et de placement) certains actifs financiers devenus illiquides à la suite de la crise financière (ex. : prêts syndiqués) et de permettre un allègement en termes :

- > de contraintes comptables, puisque les dépréciations sont constatées sur un horizon de temps plus long après reclassement en « prêts et créances » justifiant la seule prise en compte du risque de crédit, et non de la situation instantanée des marchés ;
- > et de contraintes réglementaires, puisque les *ratios* réglementaires et les exigences de fonds propres sont mécaniquement plus faibles sur le *banking book* que sur le *trading book*.

Les reclassements ainsi rendus possibles sont destinés à permettre un meilleur rattachement des actifs devenus illiquides aux portefeuilles et catégories comptables les plus en phase avec les stratégies de détention des établissements bancaires appliquées à chacun de ces actifs. La crise de liquidité s'est traduite par des remises en cause des stratégies initiales de détention puisque, par exemple, les actifs

*subprime*, détenus initialement en vue de réaliser des profits à court terme, sont subitement devenus illiquides et leur maintien, en l'absence de cession faute d'acheteurs, dans les portefeuilles de transaction des banques crée des problèmes de valorisation à chaque arrêté des comptes avec la nécessité de mettre en œuvre des techniques de valorisation fondées sur un modèle (*mark-to-model*).

L'amendement est applicable à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2008, c'est-à-dire que les reclassements peuvent être réalisés avec effet rétroactif dès lors que la décision de reclassement a été prise avant le 1<sup>er</sup> novembre 2008.

## 2 > Les projets en cours d'élaboration

Les normes et modifications de normes, ainsi que les interprétations publiées par l'IASB mais qui n'ont pas encore été endossées par l'Union européenne, sont rappelées dans le tableau suivant :

	Date de publication	Avis de l'EFRAG
<b>Normes et amendements de normes</b>		
IFRS 3 révisée « Regroupement d'entreprises »	10 janvier 2008	7 novembre 2008
IFRS 1 révisée « Première applicaiton des IFRS »	27 novembre 2008	prévu en avril 2009
Amendement d'IAS 27 « Etats financiers consolidés et individuels »	10 janvier 2008	7 novembre 2008
Amendement d'IAS 32 et d'IAS 1 « Instruments financiers remboursables au gré du porteur ou en cas de liquidation »	14 février 2008	16 mai 2008
Amélioration des IFRS	22 mai 2008	4 juillet 2008
Amendement d'IFRS 1 et d'IAS 27 « Coût d'un investissement dans une filiale, une coentreprise ou une entreprise associée »	22 mai 2008	21 juillet 2008
Amendement d'IAS 39 « Instruments financiers : éléments éligibles à une comptabilité de couverture »	31 juillet 2008	12 novembre 2008
Amendement d'IAS 39 « Reclassement d'instruments financiers : date d'application et dispositions transitoires »	27 novembre 2008	16 janvier 2009
<b>Interprétations</b>		
IFRIC 12 « Contrats de concession »	30 novembre 2006	23 mars 2007
IFRIC 15 « Construction de biens immobiliers »	3 juillet 2008	3 novembre 2008
IFRIC 16 « Couvertures d'un investissement net en devises »	3 juillet 2008	3 novembre 2008
IFRIC 17 « Distribution de dividendes en nature »	27 novembre 2008	prévu en avril 2009

Source : EFRAG

La norme IFRS 3 révisée en janvier 2008, l'interprétation IFRIC 12 (novembre 2006) et l'amendement d'IAS 27 « Etats financiers consolidés et individuels » de janvier 2008 ont fait l'objet de synthèses dans les éditions antérieures du Rapport annuel de l'AMF et ne sont pas reprises dans le présent document.

### a) Amendement d'IFRS 1 « Première application des normes IFRS »

L'IASB a procédé à une réorganisation de la norme IFRS 1 afin de la simplifier. Le détail des exceptions et exemptions à l'application rétrospective des IFRS est renvoyé en annexe des comptes.

Le document a été publié le 27 novembre 2008.

La norme révisée est applicable à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2009. L'anticipation de son application est autorisée.

1

2

3

4

5

6

7

8

### **b) Amendement d'IAS 32 et IAS 1 « Instruments financiers remboursables au gré du porteur ou en cas de liquidation »**

Cette modification d'IAS 32 et d'IAS 1 du 14 février 2008 autorise le classement en capitaux propres de certains instruments financiers qui, bien que remboursables au gré du porteur, sont équivalents à des actions ordinaires. Ces instruments correspondent, d'une part, à des instruments remboursables au gré du porteur à tout moment et, d'autre part, à des instruments qui ne sont remboursables qu'en cas de liquidation, lorsque celle-ci est certaine et n'interviendra pas à l'initiative de l'entité.

Pour que ce classement soit possible, les instruments considérés doivent répondre aux critères suivants :

- > donner droit à une quote-part de l'actif net de l'entité en cas de liquidation ;
- > faire partie de la classe d'instruments financiers la plus subordonnée ;
- > donner droit à un rendement qui n'est ni limité ni garanti.

Ces modifications ont un caractère obligatoire pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2009. Il est possible de les appliquer par anticipation.

### **c) Amélioration annuelle des IFRS**

En 2007, l'IASB a pris la décision de procéder au regroupement de modifications jugées mineures des normes existantes au sein d'un seul document annuel.

Le premier document issu de cette nouvelle procédure a été finalisé le 22 mai 2008. Il comporte 35 amendements relatifs à 20 normes.

L'approbation de ces amendements par l'UE est prévue au premier trimestre 2009. Néanmoins, en application des dispositions rappelées ci-avant, certains amendements individuels sont susceptibles d'être appliqués par anticipation dans la mesure où ils ne sont pas en contradiction avec les normes en vigueur dans l'Union.

A l'inverse, les amendements suivants ne sont pas applicables par anticipation pour la clôture des comptes 2008, car ils ne sont pas compatibles avec les dispositions actuelles des normes approuvées par l'Union européenne. Il s'agit par exemple de :

- > IAS 23 « Coûts d'emprunt – Composants des coûts d'emprunt » ;
- > IAS 40 « Immeubles de placement – Comptabilisation des immeubles de placement en cours de construction ».

Les clarifications les plus significatives portent en particulier sur l'obligation de comptabiliser en résultat les frais de publicité et de promotion (sans possibilité de les différer jusqu'à la diffusion par exemple) et sur la présentation des produits d'intérêt distinctement des frais financiers.

Les dispositions de la plupart des amendements prévoient une application obligatoire aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2009. L'application obligatoire des amendements relatifs à la norme IFRS 5 est différée aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2009.

### **d) Amendement d'IFRS 1 et IAS 27 « Coût d'un investissement dans une filiale, une coentreprise ou une entreprise associée »**

Les modifications publiées le 22 mai 2008 portent sur les comptes individuels de la société mère. La détermination rétrospective, au moment de la première application des IFRS, du coût des investissements dans des filiales, des coentreprises et des entreprises associées n'est plus exigée. La société mère a désormais la possibilité de retenir soit la valeur nette comptable de ces investissements dans le référentiel comptable antérieur, soit la juste valeur déterminée à la date de transition.

Ces modifications ont un caractère obligatoire pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2009. Il est possible de les appliquer par anticipation.

**e) Amendement d'IAS 39 « Éléments éligibles à une comptabilité de couverture »**

Cet amendement du 31 juillet 2008 clarifie les conditions dans lesquelles il est possible de ne couvrir que certains types de risques ou une partie des flux de trésorerie d'un instrument financier. Sa portée est limitée aux couvertures par achat d'option et aux couvertures du risque inflation.

Lorsqu'une couverture est réalisée par achat d'une option, l'amendement interdit d'inclure la valeur temps de l'option dans l'analyse d'efficacité de la couverture. Cette valeur temps n'étant pas une composante identifiable de l'élément couvert, seule la valeur intrinsèque de l'option achetée doit être prise en compte. La valeur temps de l'option doit en conséquence affecter le compte de résultat.

Concernant le risque inflation, l'amendement précise qu'il est interdit de couvrir la composante inflation d'un instrument de dette à taux fixe. En effet, cette composante n'est pas identifiable séparément et ne peut être évaluée de façon fiable.

Cet amendement est applicable, de façon rétrospective, à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2009. Une application anticipée est autorisée.

**f) Amendement d'IAS 39 et d'IFRS 7**

L'IASB a publié, le 27 novembre 2008, une clarification portant sur la date d'entrée en vigueur et les dispositions transitoires de l'amendement du 13 octobre 2008 autorisant le reclassement d'actifs financiers. Cette modification précise qu'un reclassement ne peut être comptabilisé avec effet rétroactif au 1<sup>er</sup> juillet 2008 que si la décision de le réaliser est intervenue avant le 1<sup>er</sup> novembre 2008. Après cette date, les reclassements doivent être comptabilisés en date de réalisation.

**g) IFRIC 15 « Construction de biens immobiliers »**

L'interprétation, publiée le 3 juillet 2008, précise la manière et la date à laquelle les produits et les coûts associés à la construction et à la vente d'un bien immobilier doivent être comptabilisés. Elle propose une analyse de la nature du contrat en quatre étapes principales :

1/ identifier si le contrat est constitué d'un ou de plusieurs éléments séparables. En effet, il est fréquent que les contrats relatifs à des biens immobiliers englobent à la fois des prestations de service, des ventes de biens séparables et des contrats de construction proprement dits. Cette première étape est un préalable aux analyses proposées aux étapes suivantes ;

2/ évaluer si le contrat est un contrat de construction au sens d'IAS 11 ou un contrat entrant dans le champ d'application d'IAS 18. L'interprétation fournit de nouveaux indicateurs pour identifier les contrats auxquels IAS 11 s'applique. Ces contrats sont caractérisés par le fait que l'acheteur dispose de la faculté de spécifier les principaux éléments relatifs à la conception du bien ou qu'il soit en mesure d'imposer des modifications significatives alors que la construction a débuté. Lorsque ces conditions sont remplies, le contrat est comptabilisé à l'avancement ;

3/ distinguer les prestations de service de la vente de biens lorsque le contrat entre dans le champ d'application d'IAS 18. L'interprétation précise que le contrat porte sur une prestation de service lorsque l'entité n'acquière pas et ne fournit pas les matériaux nécessaires à la construction. En fonction du respect des critères d'IAS 18.20, cette prestation de service peut être comptabilisée à l'avancement (si le degré d'avancement peut être évalué de façon fiable) ou à l'achèvement ;

4/ analyser les conditions de transfert du contrôle de ces biens au bénéfice de l'acheteur, lorsqu'un contrat entrant dans le champ d'IAS 18 porte sur la vente de biens. Lorsque le transfert du contrôle et de l'essentiel des risques et avantages liés à la propriété du bien s'effectue de façon continue, au fur et à mesure de l'avancement de la construction, et si les autres critères d'IAS 18.14 sont remplis, le chiffre d'affaires peut être comptabilisé à l'avancement.

1

2

3

4

5

6

7

8



Cette interprétation est applicable, de façon rétrospective, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2009. Une application anticipée est possible.

**h) IFRIC 16 « Couvertures d'un investissement net en devises »**

L'IFRIC a souhaité préciser qu'un instrument de couverture destiné à protéger l'entité contre le risque sur devise lié à un investissement dans une activité à l'étranger peut être porté par toute entité (société mère ou filiale) dont les comptes sont intégrés globalement dans la consolidation.

Selon l'IFRIC, la stratégie de couverture ne dépend pas de la méthode retenue pour consolider les entités du groupe (méthode par paliers de consolidation ou consolidation directe des filiales par la société tête de groupe).

L'interprétation, publiée le 3 juillet 2008, souligne également que le mécanisme de couverture peut porter sur la devise fonctionnelle, mais pas sur la devise de présentation des comptes si celle-ci est différente.

IFRIC 16 est applicable à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2008. Elle est d'application prospective. Une application par anticipation est cependant possible.

**i) IFRIC 17 « Distribution de dividendes en nature »**

L'IFRIC précise, dans son interprétation publiée le 27 novembre 2008, qu'un passif lié à l'obligation de payer un dividende doit être comptabilisé dès que la décision n'est plus sous le contrôle de l'entité. Ce passif doit être évalué initialement à la juste valeur de l'actif mis en distribution. Les variations de valeur de ce passif intervenant jusqu'à la date de distribution sont enregistrées par contrepartie des capitaux propres. A la date de paiement du dividende, l'actif est décomptabilisé et l'écart entre sa valeur nette comptable et sa juste valeur (correspondant au montant du passif) est comptabilisé en compte de résultat.

Les actifs mis en distribution entrent désormais dans le champ d'application de la norme IFRS 5.

Cette interprétation est d'application obligatoire à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2009. Il est possible d'anticiper son application (de façon prospective uniquement) à condition d'appliquer à partir de la même date les normes IFRS 3 et IAS 27 révisées, ainsi que la norme IFRS 5 amendée par cette interprétation.

### **3 > Le programme de travail de l'IASB**

Le 11 septembre 2008, l'IASB et le FASB ont publié l'état d'avancement de leur programme de travail commun défini dans le *Memorandum of Understanding* (MoU) de 2006 dans le cadre de la convergence entre les normes IFRS et les normes américaines (US GAAP).

Le programme de travail mis à jour est le suivant :

	Dernier doc. publié	Date de publication estimée					Publication doc. final	Collob. IASB-FASB	
		T4 2008	T1 2009	T2 2009	S2 2009	2010		MoU	Commun
<b>Nouvelles normes et projets majeurs</b>									
Transactions sous contrôle commun							non défini		
Consolidation		ED			norme			x	x
Conditions de sortie d'actifs			ED		norme			x	x
Contrats d'émission					ED	norme			x
Guide sur la mesure de la juste valeur	DP			ED		norme		x	
Dettes et capitaux propres	DP				ED		2011	x	x
Présentation des états financiers	DP					ED	2011	x	x
Subventions d'Etat							suspendu		
IFRS pour les sociétés non cotées	ED		norme						
Impôts		ED				norme		x	x
Contrats d'assurance	DP				ED		2011		x
Contrats de location			DP			ED	2011	x	x
Dettes et provisions	ED				norme				
Commentaires du management	DP		ED		CG				
Avantages postérieurs à l'emploi	DP				ED		2011	x	
Reconnaissance des produits		DP				ED	2011	x	x
<b>Amendements de normes</b>									
Améliorations annuelles 2009 et 2010	ED			norme	ED	norme			
Activités abandonnées (IFRS 5)	ED			norme					x
Résultat par action (IAS 33)	ED				norme				x
Instruments financiers : amélioration des informations en annexe (IFRS 7)	ED		norme						
Première adoption des IFRS (IFRS 1) : exemptions supplémentaires	ED				norme				
Joint ventures	ED			norme				x	
Informations sur les parties liées (IAS 24)	ED	ED			norme				
Paiements en actions : plans de groupe réglés en numéraire (IFRS 2 ET IFRIC 11)	ED		norme						
<b>Cadre de référence</b>									
Phase A : objectifs et caractéristiques qualitatives	ED			finalisée					x
Phase B : éléments et reconnaissance					DP	ED	non défini		x
Phase C : évaluation					DP	ED	non défini		x
Phase D : entité de reporting	DP				ED		non défini		x
<b>Projets de recherche</b>									
Activités extractives		DP					non défini		
Instruments financiers : remplacement des normes existantes	DP						non défini	x	x
Actifs incorporels							non défini		

Source : IASB au 31 octobre 2008

DP : Discussion Paper ou document préparatoire  
 ED : Exposure Draft ou exposé-sondage  
 CG : Completed Guidance ou guide d'application

1

2

3

4

5

6

7

8

#### 4 > Les principales décisions de rejet de l'IFRIC

Depuis 2007, les demandes d'interprétation de l'IFRIC font l'objet de conclusions provisoires publiées mettant un terme à l'analyse du problème par l'IFRIC ou recommandant la préparation d'une interprétation officielle. Cette procédure permet aux utilisateurs des normes de commenter les projets de conclusions. Les exemples des derniers mois montrent que ces commentaires sont susceptibles d'infléchir la conclusion initiale de l'IFRIC. Il est donc particulièrement important que les utilisateurs (émetteurs, auditeurs et analystes financiers) effectuent une veille sur les projets de l'IFRIC afin que leurs commentaires puissent être pris en compte *via* cette nouvelle procédure.

Les décisions de rejet « pour clarté » les plus importantes, intervenues au cours de l'année 2008, sont présentées ci-après.

##### a) IAS 17 « Modalités de répartition dans le temps de la charge relative à un actif loué »

Les paragraphes 33 et 34 de la norme IAS 17 indiquent, dans le cadre d'un contrat de location opérationnelle, que les paiements sont enregistrés en charges selon la méthode linéaire sauf si une autre approche systématique est plus représentative de l'usage dans le temps que pourra en faire l'utilisateur, et ce même lorsque les paiements sont échelonnés selon d'autres critères. Il a été demandé à l'IFRIC de préciser quelles autres approches systématiques pourraient être utilisées.

La réponse donnée en septembre 2008 par l'IFRIC reconnaît que les normes IAS 16 et IAS 38 prévoient, elles aussi, l'usage d'approches alternatives, mais celles-ci s'appuient sur une formulation qui met l'accent sur la façon dont les avantages économiques futurs liés à l'actif vont pouvoir bénéficier à l'entité. L'IFRIC a considéré qu'il était difficile de concevoir une approche différente de la méthode linéaire pour refléter le temps qui passe.

L'IFRIC a donc estimé qu'il était peu probable que des pratiques divergentes puissent se développer sur cette base.

##### b) IAS 32 « Coûts de transaction venant en diminution des capitaux propres »

Le paragraphe 37 de la norme IAS 32 prévoit que certains coûts de transaction puissent être enregistrés en diminution des capitaux propres et non en charges, à l'occasion d'une émission de capital ou d'un achat d'actions propres. Il faut que lesdits coûts soient des coûts marginaux directement attribuables à la transaction portant sur les capitaux propres. La question posée à l'IFRIC portait sur la signification des termes « marginaux » et « directement attribuables ». Elle évoquait également la problématique examinée au paragraphe 38 d'IAS 32 qui exige d'allouer ces coûts lorsqu'une opération comporte à la fois des actions nouvelles et des actions existantes.

La réponse donnée en septembre 2008 par l'IFRIC souligne que les coûts marginaux directement attribuables à une transaction portant sur les capitaux propres ne peuvent porter que sur l'émission d'actions nouvelles ou l'acquisition d'actions existantes. L'IFRIC reconnaît que l'analyse d'une transaction comportant une émission d'actions nouvelles, mais qui serait réalisée dans le cadre d'une introduction en bourse par exemple, requiert le « jugement » du management.

L'IFRIC a cependant estimé que la norme apportait suffisamment d'indications pour que ce jugement puisse être exercé.

##### c) IAS 39 « Valorisation d'instruments financiers qui subissent des restrictions temporaires de transaction »

Il a été demandé à l'IFRIC si l'existence d'une restriction temporaire, qu'elle soit contractuelle, réglementaire ou légale, qui interdirait la cession d'une action durant une certaine période, justifiait de constater une décote par rapport au prix de marché lors de la valorisation de cet instrument. Une telle situation peut être rencontrée, par exemple, par un fonds ou un actionnaire de référence à qui la réglementation boursière va imposer une période de *lock-up* à l'issue d'une introduction en bourse.

L'IFRIC a rappelé, en novembre 2008, que les bases d'application d'IAS 39 traitent cette problématique et indiquent que la valeur de marché d'un actif échangé sur un marché actif ne doit pas être corrigée pour tenir compte de restrictions qui seraient propres au détenteur de cet actif.

#### d) IFRIC 14 « Hypothèse de stabilité de l'effectif »

La norme IAS 19 limite la valeur de l'actif qu'une entité peut comptabiliser lorsqu'un plan à prestations définies est excédentaire. Cet excédent est limité à la valeur des remboursements ou des réductions futures de cotisations auxquels l'entité a droit.

L'interprétation IFRIC 14 précise comment déterminer l'excédent qui peut être reconnu comptablement. En particulier concernant les réductions futures de cotisations, IFRIC 14 indique qu'elles doivent être obtenues par différence entre les coûts de service futurs et l'exigence minimale de financement. Cette différence est calculée année par année et non évaluée globalement sur la durée résiduelle du plan. Afin d'évaluer les coûts de service futurs, IFRIC 14 impose de considérer que le personnel restera constant, sauf si l'entité a pris la décision ferme et irrévocable, avant la date d'évaluation, de procéder à une restructuration ou tout autre forme de réduction d'effectif. Il était demandé à l'IFRIC de confirmer la convention d'évaluation imposée par IFRIC 14, celle-ci pouvant avoir pour conséquence de sous-évaluer les réductions futures de cotisations.

L'IFRIC, en novembre 2008, a répondu que cette problématique avait déjà été considérée lors de la publication d'IFRIC 14. En conséquence, il n'y a pas lieu de revenir sur la décision prise initialement.

## C – Les recommandations comptables

### 1 > Les recommandations sur les référentiels utilisés par les émetteurs

Le 12 février 2008, l'AMF a publié un communiqué de presse invitant les émetteurs à suivre la recommandation de l'OICV, publiée le 6 février, sur la transparence en matière de référentiel comptable utilisé.

Du fait de la convergence des référentiels comptables mondiaux, une ambiguïté peut exister quant à la conformité de certains référentiels comptables par rapport aux normes IFRS. L'OICV a donc recommandé aux sociétés cotées préparant leurs comptes sur la base d'un référentiel IFRS modifié ou adapté de faire figurer dans leurs notes annexes cinq informations :

- > une mention claire du référentiel comptable utilisé ;
- > une description des politiques comptables utilisées portant sur les sujets clés ;
- > une indication du lieu où ce référentiel comptable peut être consulté ;
- > une déclaration précisant que les états financiers sont conformes au référentiel IFRS élaboré par l'IASB, si tel est le cas ;
- > et une explication des différences entre le référentiel utilisé et les IFRS de l'IASB, si tel est le cas.

Pour les émetteurs français, l'AMF a précisé que les mentions suivantes pouvaient être faites en annexe :

- > indication de la conformité des états financiers au référentiel IFRS tel qu'adopté par l'Union européenne ;
- > référence du site internet de la Commission européenne où ce référentiel est disponible ;
- > lorsque c'est le cas, une indication de la conformité des états financiers au référentiel IFRS élaboré par l'IASB ;
- > et dans le cas contraire, une mention explicite que les états financiers ne sont pas conformes au référentiel IFRS élaboré par l'IASB et une description narrative des différences entre les principes utilisés et les IFRS publiés par l'IASB.

1

2

3

4

5

6

7

8

## 2 > Les recommandations de l'AMF en vue de l'arrêté des comptes 2008

Comme chaque année, l'AMF a émis une série de recommandations en vue de la préparation de l'arrêté des comptes<sup>(83)</sup>. L'objectif de ces recommandations est d'améliorer la qualité de l'information produite et présentée au marché en attirant l'attention des préparateurs, des auditeurs et des utilisateurs sur un certain nombre de thématiques.

Ces recommandations sont des rappels des exigences posées par les normes comptables internationales, qui sont adoptées au niveau européen au moyen d'un règlement publié au Journal officiel de l'Union européenne qui les rend, de ce fait, applicables directement en droit français et de façon obligatoire aux comptes consolidés des émetteurs dont les titres sont inscrits à la négociation sur un marché réglementé.

### Les recommandations 2008 suivent trois axes :

- > insister sur les sujets nouveaux (enseignements de la première application de la norme IFRS 7 sur les risques liés aux instruments financiers, IFRS 8 sur l'information sectorielle et autres nouvelles normes et interprétations) ;
- > insister sur les sujets d'actualité (IAS 39 sur la comptabilisation et l'évaluation des instruments financiers, IAS19 sur la comptabilisation des avantages accordés aux salariés, IAS 36 sur la dépréciation des actifs, IAS 1 sur la présentation des états financiers) ;
- > insister sur des sujets récurrents (IFRS 3 regroupements d'entreprises, IAS 27 consolidation, IFRS 5 actifs non courants destinés à être cédés).

Les recommandations de l'AMF évoquent plus particulièrement les conséquences de la crise financière (tant au titre des instruments financiers qu'en termes d'incidence sur la valorisation d'autres postes importants du bilan).

Pour répondre à une demande forte de la part des sociétés, ces recommandations ont été publiées fin octobre de façon à ce qu'elles soient connues suffisamment tôt pour être prises en compte dans les meilleures conditions possibles.

## D – Les publications de l'AMF en matière comptable

### 1 > L'étude sur l'information financière du 3<sup>e</sup> trimestre

L'article L. 451-1-2 III du code monétaire et financier prévoit que les émetteurs dont les titres de capital ou de créances sont admis aux négociations sur un marché réglementé publient et déposent auprès de l'Autorité des marchés financiers un rapport financier semestriel dans les deux mois qui suivent la fin du premier semestre de l'exercice.

Ce rapport financier semestriel comprend :

- > des comptes condensés pour le semestre écoulé ;
- > un rapport semestriel d'activité ;
- > une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité de ces documents ;
- > le rapport des commissaires aux comptes.

L'AMF a analysé la façon dont les dispositions de l'article L. 451-1-2 III du code monétaire et financier ont été appliquées lors de la première présentation de cette information financière, à savoir au titre du 1<sup>er</sup> semestre 2008. Cette étude, publiée le 7 avril 2008, a été réalisée sur la base du même échantillon que celui retenu lors de l'étude sur l'information trimestrielle publiée en avril 2008 (CAC 40 + 40 émetteurs du NEXT 20, MID 100, SMALL 90), plus un panel européen de 21 émetteurs de l'Euro Stoxx 50.

(83) Ces recommandations sont disponibles sur le site internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), rubrique « Textes de référence, accès par type, Recommandations ».

L'ensemble des émetteurs du panel ont publié leur rapport financier semestriel dans les délais et ont choisi de présenter leurs comptes sous une forme condensée.

On observera toutefois que le délai de deux mois est considéré par les VaMPs<sup>(84)</sup> comme trop contraignant.

Le contenu de ces rapports était globalement conforme aux exigences réglementaires, même si les rapports semestriels d'activité, qui sont l'une des composantes du rapport financier semestriel, ne contenaient toutes les informations requises que dans la moitié des situations, à savoir :

- > les événements importants survenus pendant les six premiers mois de l'exercice et leur incidence sur les comptes semestriels ;
- > une description des principaux risques et des principales incertitudes pour les six mois restants de l'exercice ;
- > les principales transactions entre parties liées.

En outre, on retiendra que 14% des émetteurs n'ont pas fourni la déclaration du responsable et 7% n'ont pas publié le rapport des commissaires aux comptes.

Enfin, 78% des émetteurs ont profité de la publication du rapport financier semestriel pour faire un commentaire sur leurs informations financières prospectives.

## 2 > Les publications de l'AMF sur les questions relatives au commissariat aux comptes

L'AMF publie tous les ans une étude relative aux honoraires versés aux commissaires aux comptes dans le but de mesurer :

- > le positionnement relatif des principaux cabinets ;
- > l'évolution de la part respective des honoraires revenant à l'audit et aux autres prestations que l'audit.

L'étude réalisée au titre de 2007 et publiée le 10 juillet 2008 pour les groupes du CAC 40<sup>(86)</sup> a permis d'effectuer cinq constats principaux :

- > une légère baisse des honoraires globaux versés ;
- > une légère baisse des honoraires versés au titre des diligences directement liées à la mission d'audit ;
- > une hausse des honoraires versés au titre des prestations autres que l'audit ;
- > certaines situations de co-commissariat faisant ressortir un poids relatif très différent ;
- > une confirmation de la tendance à la concentration de la profession comptable.

## E – Les relations entre l'AMF et le Haut conseil du commissariat aux comptes

Le Haut conseil du commissariat aux comptes (H3C) a pour principales missions :

- > d'assurer la surveillance de la profession de commissaire aux comptes ;
- > et de veiller au respect de la déontologie et, notamment, de l'indépendance des commissaires aux comptes.

Dans ce cadre, il est chargé :

- > d'organiser les contrôles de l'activité des professionnels ;
- > d'émettre un avis sur le code de déontologie de la profession ;
- > d'émettre un avis sur les normes d'exercice professionnel ;
- > d'identifier et de promouvoir les bonnes pratiques professionnelles ;
- > de définir et de superviser les orientations et le cadre des contrôles périodiques.

(84) Valeurs moyennes et petites.

(86) L'étude sur les honoraires versés aux commissaires aux comptes et à leur réseau au titre de la période 2007 par les groupes du CAC 40 est disponible sur le site internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), rubrique « Publications > Etudes et analyses ».

Le H3C, qui est composé de 12 membres parmi lesquels figure le président de l'AMF ou son représentant, est également l'organe d'appel des chambres régionales en matière disciplinaire et en matière d'inscription.

## 1 > Le contrôle de l'activité des professionnels

Le Haut conseil définit le cadre, les orientations et les modalités des contrôles périodiques auxquels sont soumis les commissaires aux comptes. Ces contrôles sont ensuite réalisés par la Compagnie nationale ou les compagnies régionales des commissaires aux comptes. Lorsque les contrôles effectués par la Compagnie nationale touchent des sociétés faisant appel public à l'épargne, l'AMF apporte son concours au contrôle qualité en prenant part, le cas échéant, aux réunions au cours desquelles les constats des délégués rapporteurs sont discutés avec les commissaires aux comptes contrôlés. A l'issue de ces réunions, la conclusion du contrôle qualité mentionne les observations faites par l'AMF. Le H3C définit les orientations de ces contrôles, leur cadre et leurs modalités, supervise leur mise en œuvre et leur suivi. Il veille à leur bonne exécution dans les conditions garantissant l'indépendance des fonctions de contrôle et de sanction du Haut conseil.

Depuis mi-2007, il existe au sein du Haut conseil un corps de contrôleurs indépendants composé de professionnels n'exerçant pas en cabinet et chargé de réaliser les contrôles des cabinets détenant des mandats d'entités d'intérêts publics (EIP). Neuf contrôleurs ainsi qu'un directeur ont été recrutés pour effectuer ces contrôles.

Sur la période considérée, 30 cabinets ont fait l'objet d'un contrôle, ce qui représente environ 30% de mandats de sociétés faisant appel public à l'épargne.

## 2 > Les avis sur les normes d'exercice professionnel

Dans le cadre de l'homologation des normes d'exercice professionnel par le garde des Sceaux, le Haut conseil a émis au cours l'année 2008 sept avis sur des projets de normes d'exercice professionnel relatives aux diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes. Ces normes ont ensuite été homologuées par arrêté du garde des Sceaux.

Normes 2008	Avis du H3C	Homologation	Publication au JO
Attestations entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes	3 mars	20 mars	23 mars
Audit entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes	3 mars	20 mars	23 mars
Examen limité entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes	3 mars	20 mars	23 mars
Consultations entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes	28 juillet	1 <sup>er</sup> août	9 août
Constats à l'issue de procédures convenues avec l'entité entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes	28 juillet	1 <sup>er</sup> août	9 août
Prestations entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes rendues lors de l'acquisition d'entités	28 juillet	1 <sup>er</sup> août	9 août
Prestations entrant dans le cadre de diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes rendues lors de la cession d'entreprises	28 juillet	1 <sup>er</sup> août	9 août

Le Haut conseil a également rendu neuf avis sur des saisines individuelles concernant des questions relatives à la déontologie.

## F – Le Conseil national de la comptabilité et l'Autorité des normes comptables

En 2008, la réforme du dispositif français de normalisation comptable s'est poursuivie. Les principaux objectifs de cette réforme sont de faire évoluer le Conseil national de la comptabilité (CNC) et de moderniser les méthodes de travail des pouvoirs publics dans le domaine de la comptabilité.

Une première étape, concrétisée par la parution du décret n° 2007-629 du 27 avril 2007, a permis la mise en place d'un CNC rénové.

Une seconde étape sera finalisée par la création de l'Autorité des normes comptables (ANC) qui aura à la fois des prérogatives de l'actuel CNC et celles du Comité de la réglementation comptable (CRC).

L'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 a ainsi fusionné le CNC et le CRC en créant l'ANC dont l'objectif est de doter la France d'une institution capable de mobiliser l'ensemble des compétences françaises pour peser dans les débats internationaux, particulièrement dans ceux relatifs aux normes comptables internationales élaborés par l'IASB.

Les missions de l'ANC sont de trois types :

- > édicter les prescriptions comptables générales et sectorielles auxquelles sont soumises les personnes physiques ou morales établissant des documents comptables conformes aux normes de la comptabilité privée ;
- > donner un avis sur tout projet de texte contenant des dispositions de nature comptable élaboré par les autorités nationales et émettre des avis sur les projets de normes internationales ;
- > assurer la coordination et la synthèse des travaux théoriques et méthodologiques conduits en matière comptable et formuler notamment des recommandations dans ce domaine.

L'ANC comprendra trois types de formations : un Collège de 16 membres, des commissions spécialisées et un comité consultatif. Le Collège exercera les missions de l'Autorité des normes comptables. Il sera composé de :

- > trois hauts magistrats (un représentant du Conseil d'Etat, un représentant de la Cour de cassation et un représentant de la Cour des comptes) ;
- > représentants de trois régulateurs (Autorité des marchés financiers, Commission bancaire et Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles) ;
- > huit personnes nommées à raison de leur compétence économique et comptable ;
- > un représentant des organisations syndicales représentatives des salariés nommés par le ministre de l'Economie ;
- > et le président du Collège, qui sera nommé par décret et choisi en raison de ses compétences économiques et comptables.

Un commissaire du Gouvernement siège sans voix délibérative auprès des différentes formations de l'Autorité des normes comptables et il peut demander une seconde délibération au Collège.

Les règlements de l'ANC sont soumis à une homologation par arrêté ministériel du ministre de l'Economie, après avis du ministre du Budget et du ministre de la Justice.

L'ordonnance modifie plusieurs dispositions du code de commerce (notamment le dernier alinéa de l'article L. 123-15, la première phrase de l'article L. 123-16, le dernier alinéa de l'article L. 233-20) afin d'assurer la coordination de ces dispositions avec la compétence de l'Autorité des normes comptables d'édicter les prescriptions comptables par un règlement (classement du bilan, du compte de résultat, information en annexe, pour les comptes sociaux et les comptes consolidés).

1

2

3

4

5

6

7

8