

Paris, le 13 octobre 2014

Synthèse des réponses à la consultation publique du 13 mai 2014 portant sur des modifications de certaines dispositions relatives aux offres publiques (Titre III du Livre II du règlement général)

Le 13 mai 2014, l'AMF a lancé une consultation publique sur un projet de modification des dispositions du titre III du livre II du règlement général relatives aux offres publiques d'acquisition.

Ces modifications visent à définir les modalités d'application et à mettre le règlement général de l'AMF en cohérence avec les dispositions de la loi visant à reconquérir l'économie réelle promulguée le 29 mars 2014, qui sont entrées en vigueur, le 1^{er} juillet 2014.

La consultation publique s'est achevée le 2 juin 2014. L'AMF a reçu au total 17 réponses, qui se répartissent de la manière suivante : 12 cabinets d'avocats, 4 associations professionnelles et une banque.

Les modifications du règlement général approuvées par le Collège de l'AMF ont été homologuées par le ministre des finances le 27 juin 2014¹.

I- INSTAURATION D'UN SEUIL DE CADUCITE

Le nouvel article L. 433-1-2 du code monétaire et financier introduit un seuil de caducité de 50 % pour toutes les offres de prise de contrôle et renvoie au règlement général de l'AMF le soin de fixer les cas et conditions d'application de ce seuil.

La proposition soumise à consultation visait principalement à :

- reprendre cette disposition à l'article 231-9 du règlement général (qui visait jusqu'à présent le seuil de renonciation volontaire) ;
- prévoir les modifications de cohérence du règlement général qui découlent de cette modification (notamment le contenu des notes d'information et lettres de dépôt) ;
- prévoir une faculté pour l'AMF d'écarter l'application du seuil de caducité dans certains cas matérialisés par une liste non exhaustive ;
- donner plus de souplesse à l'initiateur concernant le seuil de renonciation en lui permettant d'y renoncer à tout moment pendant l'offre ;
- transposer dans le règlement général la suppression des droits de vote sur la fraction de capital acquise au-delà du seuil de l'offre obligatoire en cas d'offre caduque ;
- prévoir un régime spécifique d'intervention en période d'offre.

Les participants approuvent pour l'essentiel les modalités d'introduction du seuil de caducité dans le règlement général telles que proposées par l'AMF. Toutefois, un certain nombre de questions et de propositions ont été formulées.

A. MODALITES DE CALCUL DU SEUIL

Quatre participants s'interrogent sur les modalités de calcul du seuil de caducité notamment sur le traitement des titres de capital différés, et sur le fait de savoir si les cas d'assimilation prévus à l'article L. 233-9 du code de commerce en matière de franchissement de seuils doivent également s'appliquer au seuil de caducité.

¹ Cf. arrêtés d'homologation parus au JO du 29 juin 2014 et du 26 septembre 2014.

Le consensus qui ressort de la consultation est qu'il serait utile d'aligner ce régime sur celui du seuil d'offre obligatoire (*via* un renvoi à l'article 234-1 du règlement général). Cette solution présente l'avantage de la simplicité en se référant à un mode de calcul préexistant. Il a cependant été relevé que la finalité de ce nouveau dispositif est bien l'obtention du contrôle effectif à la clôture de l'offre et non pas la possibilité d'accéder au contrôle. Un scénario dans lequel un initiateur aurait à sa main une option long terme lui permettant de ne remplir que formellement la condition de seuil (car sans contrôle effectif s'il ne l'exercerait pas), ne serait pas dans l'épure du texte.

Compte tenu du consensus dégagé, la formulation suivante est retenue :

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
<p>Article 231-9</p> <p>L'initiateur peut stipuler dans son offre une condition d'obtention, à l'issue de celle-ci, d'un certain nombre de titres, exprimé en pourcentage du capital ou des droits de vote, en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive.</p>	<p>Article 231-9</p> <p><u>I. - 1° Toute offre publique réalisée selon la procédure normale visée au chapitre II du présent titre, à la clôture de laquelle l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, ne détient pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 50 % est caduque.</u></p> <p>[...]</p>	<p>Article 231-9</p> <p>I. - 1° Toute offre publique réalisée selon la procédure normale visée au chapitre II du présent titre, à la clôture de laquelle l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, ne détient pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 50 % est caduque. <u>La détermination de ce seuil suit les règles fixées à l'article 234-1.</u></p> <p>[...]</p>

B. CAS D'EXEMPTIONS

En corollaire de l'introduction du seuil de caducité, il était proposé que l'AMF puisse écarter ou abaisser ce seuil jusqu'à 5 jours avant la date de clôture en présence d'une situation particulière. Une liste non exhaustive des situations dans lesquelles la condition de seuil paraît irréalisable était donc proposée :

- a) la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce par une personne autre que l'initiateur ;
- b) des intentions ou des engagements de non apport à l'offre ont été exprimés ou conclus par des actionnaires de la société visée, en particulier dans le cas où l'application du seuil oblige l'initiateur à devoir acquérir au moins deux-tiers des titres susceptibles d'être apportés à l'offre ;
- c) il existe une ou plusieurs offres concurrentes ;
- d) des dispositions législatives, réglementaires ou statutaires empêchent toute prise de contrôle majoritaire.

(i) Validité des exemptions au regard de l'habilitation législative

A titre liminaire, certains participants estiment que les cas d'exemption à l'application du seuil de caducité devraient être mieux encadrés afin d'éviter une appréciation discrétionnaire de l'AMF et ainsi respecter au mieux l'habilitation législative conférée à l'Autorité.

Pour deux participants, le règlement général devrait indiquer quels sont les principes généraux justifiant une dérogation au seuil de caducité plutôt que se contenter d'un renvoi à l'article 231-3 qui semble trop flou². Les principes justificatifs pourraient alors résider dans :

- le fait que « *la condition de seuil est irréalisable* » ;
- l'existence de circonstances telles que le risque d'une offre libellée à un prix faible est inexistant ou du moins réduit (cas d'une offre concurrente).

Un participant s'interroge également sur le fait que la condition de seuil de caducité puisse être seulement abaissée (et non supprimée) par l'AMF au regard de l'habilitation législative donnée à l'AMF par la loi du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.

Compte tenu, notamment, de l'étendue de l'habilitation législative pour définir les cas d'application du texte, il semble opportun de laisser une certaine souplesse dans le texte afin que celui-ci puisse rester adapté à des situations futures encore inconnues. En revanche, le principe selon lequel l'AMF peut accepter d'écarter le seuil de caducité a été explicité, tout en retenant que la « dérogation » au seuil de caducité sera un des éléments de la décision de conformité (cf. proposition de modification de l'article 231-9 ci-dessous).

(ii) Sur l'auteur de la saisine

5 participants estiment qu'il est nécessaire de préciser les conditions dans lesquelles l'AMF peut être saisie d'une demande de dérogation à l'application du seuil de caducité (saisine par l'initiateur, auto-saisine, saisine par un actionnaire minoritaire...).

Il n'apparaît pas justifié que l'AMF ait vocation à s'autosaisir, y compris en cas de circonstances particulières, puisqu'elle pourra, dans le cadre de l'examen de la conformité de l'offre, attirer l'attention de l'initiateur qui est la personne intéressée en premier lieu par la dérogation. En ce qui concerne les actionnaires minoritaires, le fait de leur octroyer une faculté de saisine revient à remettre en cause le principe même du seuil de caducité qui était d'imposer à l'initiateur de formuler un prix satisfaisant pour l'ensemble des actionnaires.

Compte tenu de ces observations, le projet de règlement général est modifié sur ce point, afin de préciser qu'il appartient à l'initiateur de saisir l'AMF en cas de demande de dérogation à l'application du seuil de caducité (cf. proposition de modification de l'article 231-9 ci-dessous).

(iii) Sur la date de saisine de l'AMF

4 participants estiment qu'il n'est pas cohérent que la demande de dérogation soit formulée dans le cadre du dépôt de l'offre, celle-ci étant alors irrévocable. Il pourrait en conséquence être prévu soit (i) que l'offre soit conditionnée à l'obtention de la dérogation, (ii) soit que l'AMF puisse être saisie en amont du dépôt sur ce point, selon une procédure de « rescrit » sur le modèle existant à l'article 234-8 pour les dérogations aux offres obligatoires (voire sur un modèle *ad hoc* à titre confidentiel non matérialisé par une décision).

La possibilité d'une demande en amont du dépôt du projet d'offre n'apparaît pas opportune notamment compte tenu du fait que les circonstances tenant à l'acceptation ou au rejet de la demande pourraient significativement varier avant le dépôt de l'offre. Par ailleurs, le fait de conditionner l'offre à la non-application du seuil de caducité est contraire au principe d'irrévocabilité des offres, qui ne peut être écarté pour une question dont l'initiateur a toute connaissance en amont du dépôt de son offre.

² Ce participant relève qu'à l'article 234-6 - qui procède d'une même approche, avec une liste non limitative de cas particuliers dans lesquels l'AMF peut demander ou autoriser la modification du prix d'une offre publique obligatoire - il existe bien un principe général en chapeau indiquant que ceci s'applique « *lorsqu'un changement manifeste des caractéristiques de la société visée ou du marché de ses titres le justifie* ».

Certains participants s'interrogent sur la date limite retenue pour l'octroi de la dérogation à l'application du seuil de caducité. La date butoir de 5 jours avant la fin de l'OPA paraît trop en amont à deux participants qui relèvent que (i) la société cible pourrait mettre en œuvre des mesures de nature à faire échouer l'offre ou à modifier sa substance jusqu'à la date de publication des résultats de l'offre et (ii) des engagements de non-apport pourraient intervenir après cette date.

A contrario, un autre participant estime que la décision de dérogation au seuil de caducité étant susceptible de recours, en cas de décision 5 jours avant la clôture, elle pourrait paralyser les opérations de règlement-livraison le temps du contentieux. Selon lui, la décision relative à l'application du seuil de caducité devrait donc être prise au moment de la décision de conformité.

En l'absence de consensus sur ce point, la possibilité de faire évoluer le seuil de caducité en cours d'offre, post conformité, ne paraît pas souhaitable dans la plupart des situations, compte tenu de l'incertitude que cela pourrait créer pour le marché. L'éventuelle décision de « déroger » à ce seuil sera un des éléments de la décision de conformité.

La formulation suivante est retenue :

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
<p>Article 231-9</p> <p>L'initiateur peut stipuler dans son offre une condition d'obtention, à l'issue de celle-ci, d'un certain nombre de titres, exprimé en pourcentage du capital ou des droits de vote, en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive.</p>	<p>Article 231-9</p> <p>I. - [...]</p> <p><u>2° L'AMF peut, jusqu'à cinq jours de négociation au plus tard avant la date de clôture de l'offre, autoriser que le seuil soit écarté ou abaissé en deçà de 50 % du capital ou des droits de vote notamment lorsque :</u></p> <p>[...]</p>	<p>Article 231-9</p> <p>I. - [...]</p> <p>2° <u>Toutefois, lorsque l'atteinte de la majorité paraît impossible ou improbable pour des raisons ne tenant pas aux caractéristiques de l'offre,</u> l'AMF peut, <u>jusqu'à cinq jours de négociation au plus tard avant la date de clôture de l'offre, à la demande de l'initiateur,</u> autoriser que le seuil soit écarté ou abaissé en deçà de 50 % du capital ou des droits de vote, notamment lorsque:</p> <p>[...]</p>

(iv) Sur l'exemption relative à la présence d'une situation de contrôle par un tiers

Pour un participant, l'existence d'un actionnaire de contrôle de la société cible (autre que l'initiateur) préalablement au lancement de l'offre ne constitue pas, à elle seule, un obstacle à l'atteinte du seuil de 50 %. Dans un tel cas de figure, l'atteinte du seuil de 50 % dépendra en effet moins de l'existence d'une situation de contrôle préalable que des intentions de l'actionnaire de contrôle concerné à l'égard de l'offre. Or, cette situation semble déjà couverte par le paragraphe relatif aux engagements de non-apport.

Par ailleurs, selon les participants, la notion de « contrôle » devrait être mieux définie. Pour un participant, si le contrôle de fait est visé, son appréciation pourrait s'avérer délicate et nécessiter la mise en jeu de l'article L. 233-5³ du code de commerce, ce qui paraît difficilement compatible avec le calendrier des offres publiques. Pour un autre, le contrôle doit être non pas celui de l'article L. 233-3 du code de commerce⁴ dans son entier, mais uniquement celui de l'article L. 233-3-I, 1° et 2° (détenion de la majorité des droits de vote seul ou de concert).

³ Article L. 233-5 du code de commerce : « Le ministère public et l'Autorité des marchés financiers pour les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché d'instruments financiers mentionné au II de l'article L. 233-7 sont habilités à agir en justice pour faire constater l'existence d'un contrôle sur une ou plusieurs sociétés ».

⁴ Article L. 233-3 : « I. - Une société est considérée, pour l'application des sections 2 et 4 du présent chapitre, comme en contrôlant une autre : 1° Lorsqu'elle détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la

Afin de clarifier la situation de contrôle, une précision est apportée dans la formulation retenue afin de bien indiquer que le tiers ne peut être de concert avec l'initiateur :

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
<p>Article 231-9</p> <p>L'initiateur peut stipuler dans son offre une condition d'obtention, à l'issue de celle-ci, d'un certain nombre de titres, exprimé en pourcentage du capital ou des droits de vote, en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive.</p>	<p>Article 231-9</p> <p>I. - [...]</p> <p>2° (...) <u>a) la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce par une personne autre que l'initiateur</u> ;</p> <p>[...]</p>	<p>Article 231-9</p> <p>I. - [...]</p> <p>2° (...) a) la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce par une personne autre que l'initiateur, <u>qui n'agit pas de concert avec lui au sens de l'article L. 233-10 ;</u></p> <p>[...]</p>

(v) Sur l'exemption en cas d'intentions et engagements de non apport

Sur les intentions

5 participants estiment que s'il est légitime de tenir compte d'engagements de non-apport à l'offre conclus avec l'initiateur pour l'application du seuil de caducité, il n'est pas opportun de tenir également compte de simples intentions de ne pas apporter à l'offre formulées par des actionnaires, l'assouplissement de la règle étant alors trop important au regard de la finalité du texte de loi.

En effet, un initiateur serait susceptible d'échapper à l'application du seuil de caducité du seul fait que d'autres actionnaires auraient dévoilé leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'offre, ce qu'ils ne manqueront pas de faire si le prix offert est peu attractif. Or ceci est précisément la situation que la loi visait à prévenir.

Compte tenu de l'avis relativement unanime des participants à la consultation, le règlement général est modifié afin de supprimer le cas d'exemption lié aux intentions de ne pas apporter à l'offre formulées par des actionnaires et de ne mentionner que les « engagements » :

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
<p>Article 231-9</p> <p>L'initiateur peut stipuler dans son offre une condition d'obtention, à l'issue de celle-ci, d'un certain nombre de titres, exprimé en pourcentage du capital ou des droits de vote, en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive.</p>	<p>Article 231-9</p> <p>[...]</p> <p><u>2° [...]</u></p> <p><u>b) des intentions ou des engagements de non apport à l'offre ont été exprimés ou conclus par des actionnaires de la société visée, en particulier dans le cas où</u></p>	<p>Article 231-9</p> <p>[...]</p> <p><u>2° [...]</u></p> <p><u>b) des intentions ou</u> des engagements de non apport à l'offre ont été <u>exprimés ou</u> conclus par des actionnaires de la société visée, en particulier dans le cas où l'application</p>

majorité des droits de vote dans les assemblées générales de cette société ; 2° Lorsqu'elle dispose seule de la majorité des droits de vote dans cette société en vertu d'un accord conclu avec d'autres associés ou actionnaires et qui n'est pas contraire à l'intérêt de la société ; 3° Lorsqu'elle détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société ; 4° Lorsqu'elle est associée ou actionnaire de cette société et dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de cette société. II. - Elle est présumée exercer ce contrôle lorsqu'elle dispose directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40 % et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne. III. - Pour l'application des mêmes sections du présent chapitre, deux ou plusieurs personnes agissant de concert sont considérées comme en contrôlant conjointement une autre lorsqu'elles déterminent en fait les décisions prises en assemblée générale. »

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
	<p><u>l'application du seuil visé au 1° oblige l'initiateur à devoir acquérir au moins deux-tiers des titres susceptibles d'être apportés à l'offre ;</u></p> <p>[...]</p>	<p>du seuil visé au 1° oblige l'initiateur à devoir acquérir au moins deux-tiers des titres susceptibles d'être apportés à l'offre ;</p> <p>[...]</p>

Seuils des deux-tiers

Sur l'exemption en cas d'obligation pour l'initiateur de devoir acquérir au moins deux tiers des titres susceptibles d'être apportés à l'offre, certains estiment qu'il serait opportun que l'AMF explicite les raisons pour lesquelles elle a retenu ce montant, fût-ce à titre indicatif, tandis que d'autres vont plus loin et considèrent que la situation de l'initiateur ne serait pas fondamentalement différente si, compte tenu des engagements de non-apport existants, il devait acquérir par exemple 65 % des titres susceptibles d'être apportés à l'offre.

La formulation soumise à consultation n'est pas modifiée sur ce point, le seuil étant indicatif et n'étant pas nécessairement contraignant.

(vi) Sur l'exemption en cas d'offres concurrentes

Seuls deux participants se sont prononcés sur la question de la dérogation pour offre concurrente.

Pour l'un, en cas d'offre concurrente, le prix proposé devrait être satisfaisant compte tenu de la compétition qui existe entre les différents initiateurs et dès lors, le seuil de caducité ne devrait plus être nécessaire. L'introduction d'une telle dérogation paraîtrait donc légitime.

A l'inverse, pour l'autre, cette exemption est inutile (sans que les raisons sous-jacentes ne soient explicitées).

La formulation soumise à consultation n'est pas modifiée sur ce point.

C. DECLARATIONS D'INTENTION

Compte tenu du cas d'exemption lié à la situation d'engagements de non-apport à l'offre ou d'actionnaires qui ont fait part de leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'offre, et afin de permettre à l'AMF de pouvoir juger si le seuil de caducité doit ou non s'appliquer, il était également proposé de modifier l'article 231-47 du règlement général afin de prévoir que les actionnaires détenant plus de 5 % du capital, qui accroissent leur détention en période d'offre, doivent déclarer leurs intentions sur l'offre à l'AMF.

Les participants sont d'accord avec la modification proposée (sans réserve notamment pour deux d'entre eux).

Un participant relève toutefois que la prise en compte de déclarations d'intention de non-apport à une offre recèle un risque d'instrumentalisation par un initiateur qui pourrait obtenir de telles déclarations d'intention de la part d'un ou plusieurs actionnaires en vue d'obtenir un abaissement du seuil de caducité. Sur ce point, il pourra être relevé que la suppression des intentions d'apport dans la liste des éléments pouvant être pris en compte pour justifier une exemption du seuil de caducité devrait tempérer ce risque.

En outre, des précisions sont proposées :

- viser également la période de pré-offre à l'avant-dernier alinéa de l'article 231-47, par cohérence avec l'obligation visée au premier alinéa ;
- prévoir que l'obligation pour un actionnaire détenant plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la société cible de déclarer ses intentions serait également déclenchée en cas de conclusion d'un engagement de non-apport à l'offre (et non pas seulement à raison de l'acquisition d'un titre de la société cible) ; et
- prévoir que cette obligation naît uniquement lorsque ces actionnaires ont acquis un certain pourcentage du capital ou des droits de vote de la cible qui pourrait être fixé à 1 %, afin d'assurer le caractère pertinent des informations données au marché.

Compte tenu de ces observations, le règlement général a été modifié afin de prévoir l'application du dispositif à la période de pré-offre. En revanche, compte tenu de la publicité nécessaire attachée à la conclusion d'un engagement de non-apport, il n'a pas semblé utile de dupliquer les obligations de déclaration en la matière.

Le seuil de 1 % proposé paraît de nature à restreindre l'efficacité du dispositif ; il n'est donc pas retenu.

Par conséquent, l'article 231-47 est modifié de la manière suivante :

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
<p>Article 231-47</p> <p>Sans préjudice des articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, toute personne ou entité, à l'exception de l'initiateur de l'offre, qui vient à accroître, seule ou de concert, depuis le début de la période d'offre ou, le cas échéant, de la période de préoffre, le nombre d'actions qu'elle possède d'au moins 2 % du capital de la société visée est tenue de déclarer immédiatement à l'AMF les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au regard de l'offre en cours. En cas de changement d'intention, une nouvelle déclaration est établie et communiquée « sans délai » à l'AMF.</p> <p>Les dispositions du premier alinéa s'appliquent également aux titres visés par l'offre, autres que des actions.</p> <p>La déclaration précise :</p> <p>1° Si la personne ou l'entité qui vient à accroître sa participation agit seule ou de concert ;</p> <p>2° Les objectifs poursuivis par cette personne ou entité au regard de l'offre, notamment si elle a l'intention de poursuivre ses acquisitions et, si l'offre a été</p>	<p>Article 231-47</p> <p>Sans préjudice des articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, toute personne ou entité, à l'exception de l'initiateur de l'offre, qui vient à accroître, seule ou de concert, depuis le début de la période d'offre ou, le cas échéant, de la période de préoffre, le nombre d'actions qu'elle possède d'au moins 2 % du capital de la société visée est tenue de déclarer immédiatement à l'AMF les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au regard de l'offre en cours. En cas de changement d'intention, une nouvelle déclaration est établie et communiquée « sans délai » à l'AMF.</p> <p>Les dispositions du premier alinéa s'appliquent également aux titres visés par l'offre, autres que des actions.</p> <p>La déclaration précise :</p> <p>1° Si la personne ou l'entité qui vient à accroître sa participation agit seule ou de concert ;</p> <p>2° Les objectifs poursuivis par cette personne ou entité au regard de l'offre, notamment si elle a l'intention de poursuivre ses acquisitions et, si l'offre a été déposée, d'apporter les titres acquis à l'offre.</p>	<p>Article 231-47</p> <p>Sans préjudice des articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, toute personne ou entité, à l'exception de l'initiateur de l'offre, qui vient à accroître, seule ou de concert, depuis le début de la période d'offre ou, le cas échéant, de la période de préoffre, le nombre d'actions qu'elle possède d'au moins 2 % du capital de la société visée <u>ou qui vient à accroître sa participation si elle détient plus de 5% du capital ou des droits de vote</u> est tenue de déclarer immédiatement à l'AMF les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au regard de l'offre en cours. En cas de changement d'intention, une nouvelle déclaration est établie et communiquée « sans délai » à l'AMF.</p> <p>Les dispositions du premier alinéa s'appliquent également aux titres visés par l'offre, autres que des actions.</p> <p>La déclaration précise :</p> <p>1° Si la personne ou l'entité qui vient à accroître sa participation agit seule ou de concert ;</p> <p>2° Les objectifs poursuivis par cette personne ou entité au regard de l'offre, notamment si elle a l'intention</p>

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
<p>déposée, d'apporter les titres acquis à l'offre.</p> <p>L'AMF peut demander au déclarant toute précision ou complément qu'elle juge nécessaire.</p>	<p>L'AMF peut demander au déclarant toute précision ou complément qu'elle juge nécessaire.</p> <p><u>Pour toute offre suivant la procédure normale visée au chapitre II du présent titre, la même obligation s'applique à tout actionnaire, à l'exception de l'initiateur de l'offre, qui détient plus de 5 % du capital ou des droits de vote dès lors qu'il acquiert un titre de la société visée par l'offre pendant la période d'offre.</u></p> <p><u>En cas de changement d'intention, l'actionnaire est tenu de porter cette information à la connaissance du public immédiatement.</u></p>	<p>de poursuivre ses acquisitions et, si l'offre a été déposée, d'apporter les titres acquis à l'offre.</p> <p>L'AMF peut demander au déclarant toute précision ou complément qu'elle juge nécessaire.</p> <p>Pour toute offre suivant la procédure normale visée au chapitre II du présent titre, la même obligation s'applique à tout actionnaire, à l'exception de l'initiateur de l'offre, qui détient plus de 5 % du capital ou des droits de vote dès lors qu'il acquiert un titre de la société visée par l'offre pendant la période d'offre.</p> <p>En cas de changement d'intention, l'actionnaire est tenu de porter cette information à la connaissance du public immédiatement.</p>

D. ARTICULATION AVEC LE SEUIL DE RENONCIATION

Il était également proposé de permettre à l'initiateur de renoncer à un seuil de renonciation à tout moment pendant l'offre, y compris au moment de la communication des résultats (comme c'était le cas avant la réforme de 2001).

En outre, il était proposé que, dans la mesure où les offres publiques sont désormais assorties d'un seuil de caducité, la simple suppression ou le simple abaissement du seuil de renonciation ne soit plus considéré comme une « *amélioration significative des conditions proposées aux porteurs des titres visés* ».

(i) Abandon du seuil de renonciation

Le fait de donner plus de souplesse à l'initiateur en lui permettant de renoncer au seuil de renonciation pendant toute la durée de l'offre est favorablement reçu par l'ensemble des participants.

Toutefois, certains estiment qu'il est nécessaire d'exprimer cette faculté directement à l'article 231-9, ce point ne pouvant être considéré comme traité uniquement à l'article 231-10 dont le fait générateur est le dépôt de plusieurs offres.

(ii) Abaissement du seuil de renonciation et surenchère

4 participants estiment que le seuil de renonciation peut être significativement plus élevé que le seuil de caducité automatique, et qu'en pareil cas la suppression ou l'abaissement du seuil de renonciation devrait toujours être considéré comme une amélioration significative de l'offre, l'introduction du seuil de caducité ne devant pas conduire à remettre en cause la règle actuellement en vigueur.

La disposition dont la suppression est proposée devrait donc être maintenue pour les cas où l'offre volontaire prévoit un seuil de renonciation supérieur au seuil de caducité.

Compte tenu des observations reçues, (i) la condition relative au seuil de renonciation est assouplie en ce que l'initiateur peut se réserver la possibilité de ne pas y donner suite jusqu'au

résultat de l'offre (système qui prévalait avant 2001) et (ii) la suppression ou l'abaissement d'un seuil de renonciation demeure un cas de surenchère (article 232-7 inchangé).

E. SUPPRESSION DES DROITS DE VOTE SUR LA FRACTION DE CAPITAL ACQUISE AU-DELA DU SEUIL DE L'OFFRE OBLIGATOIRE

Il est rappelé que la loi a retenu le principe de la suppression des droits de vote sur la fraction de la détention dont l'acquisition a conduit à l'offre obligatoire, tant que la détention n'atteint pas au moins 50 % du capital ou des droits de vote.

Pour tenir compte de cette modification législative et aux fins de lisibilité d'ensemble du dispositif réglementaire, il était donc proposé d'insérer un nouvel article 234-3 dans le règlement général qui renvoie à la loi pour la privation des droits de vote en cas d'offre obligatoire devenue caduque.

Deux participants estiment qu'il serait souhaitable de préciser le moment de prise d'effet de la privation des droits de vote. A cet égard, l'un d'entre eux considère que dans la mesure où il peut y avoir un délai d'environ deux semaines entre la « clôture » (terme utilisé par la loi) et l'annonce du résultat de l'offre, il doit être précisé (par exemple dans une instruction ou dans la doctrine de l'AMF) que la privation des droits de vote doit intervenir à compter du jour de l'annonce du résultat de l'offre. L'émetteur a en effet besoin d'être certain du point de départ de la sanction de la privation des droits de vote, par exemple dans l'hypothèse où interviendrait une assemblée générale entre la clôture et l'annonce des résultats de l'offre. Néanmoins, compte tenu du fait que la clôture est la date à laquelle la loi fait référence, il semble que ce soit cette date qui doit être considérée comme point de départ de la privation.

Deux participants relèvent que le texte relatif à la privation des droits de vote en cas d'excès de vitesse et d'offre caduque est dépourvu d'effet.

Un participant relève que le texte impose un dispositif d'excès de vitesse particulier aux personnes dont l'offre est devenue caduque avec l'interdiction de toute nouvelle acquisition à moins de déposer une nouvelle offre. Ce faisant un nouveau cas d'offre obligatoire est prévu, ce qui pose la question de savoir si la loi doit être d'interprétation stricte, ou si ce cas est susceptible au même titre que d'autres, de donner lieu à une dérogation si les critères d'une dérogation sont réunis (par exemple en cas de relation passive de cette personne).

Ces observations n'appellent pas de modification du projet de règlement général, puisqu'elles portent sur le texte législatif.

II- ABAISSEMENT DU QUANTUM DE L'EXCES DE VITESSE⁵

A. MODIFICATION DU SEUIL PREVU DANS LE REGLEMENT GENERAL

La loi modifie le régime de « l'excès de vitesse » en abaissant le seuil de 2 % – prévu à l'article L. 433-3 du code monétaire et financier – à 1 %. Afin de tenir compte de ce nouveau seuil, l'article 234-5 du règlement général est modifié par cohérence.

Un participant estime que l'AMF pourrait prendre position sur la façon dont doit être appliquée la loi dans le temps. Alors qu'il est prévu que l'abaissement du seuil d'excès de vitesse entre en vigueur le 4^{ème} mois suivant la promulgation de la loi, cette disposition transitoire vise le cas d'un actionnaire ayant augmenté sa participation de plus de 1 % et de moins de 2 % dans les 12 mois précédant l'entrée en vigueur de la loi, et non les 12 mois précédant l'entrée en vigueur de cet article particulier de la loi. Une ambiguïté existe donc sur le fait de savoir si le délai commence à courir à la date de la loi ou de l'entrée en vigueur de l'article en question.

⁵ NB : la question du régime d'intervention en période d'offre en lien avec le seuil de caducité est traitée dans la partie V, avec les autres questions concernant ces interventions.

Il semble néanmoins logique de retenir la date d'entrée en vigueur de l'article concerné. Ces observations n'appellent pas de modification du projet de règlement général.

B. NOUVEAUX CAS DE DEROGATION A L'OBLIGATION DE DEPOSER UNE OFFRE PUBLIQUE

Deux nouveaux cas de dérogation à l'obligation de déposer une offre publique étaient proposés :

- en cas de mise en œuvre d'une garantie dans le cadre d'une augmentation de capital, afin de permettre aux actionnaires de référence de pouvoir garantir plus facilement une opération, y compris dans le cas de sociétés qui ne sont pas en situation de difficultés financières avérées ;
- en cas de détention de la majorité du capital à l'issue d'une offre afin d'éviter la situation dans laquelle un initiateur qui détient plus de 50 % du capital d'un société mais moins de 50 % des droits de vote à l'issue d'une offre, soit tenu au dépôt d'une nouvelle offre – obligatoire – en cas de franchissement du seuil d'excès de vitesse en droits de vote.

(i) Dérogation en cas de détention de la majorité du capital à l'issue d'une offre

Les participants n'ont pas formulé d'observations sur les propositions de l'AMF.

(ii) Dérogation en cas de mise en œuvre d'une garantie dans le cadre d'une augmentation de capital

Certains participants sont critiques sur le fait de réserver la faculté d'obtention d'une dérogation aux seuls cas visant les actionnaires de référence.

Selon eux, les nouveaux investisseurs devraient être autorisés à bénéficier de la dérogation, dans la mesure où l'assemblée générale va décider en connaissance de cause⁶.

Un autre participant estime que cette dérogation devrait être moins restrictive et viser également la souscription à des titres qui sont assimilés à des actions pour les besoins du calcul du seuil de dépôt d'une offre publique obligatoire, et non pas uniquement la souscription à une augmentation de capital.

Deux participants s'interrogent sur la restriction du texte aux seules augmentations de capital « ouvertes au public », la garantie étant, selon eux, le plus souvent exigée en cas d'augmentation de capital avec maintien des droits préférentiels de souscription.

Enfin un participant estime qu'en pratique, il serait préférable que la dérogation puisse être mise en œuvre y compris si l'assemblée n'avait pas connaissance de la dérogation au moment du vote de l'autorisation, dès lors qu'une description des engagements de garantie serait décrite dans le prospectus afférent à l'opération.

Compte tenu de ces remarques, il apparaît que le périmètre du régime envisagé ne fait pas consensus à l'heure actuelle. Cette proposition de dérogation n'étant pas liée à la loi visant à reconquérir l'économie réelle, son examen est reporté pour l'heure (voir également ci-dessous).

(iii) Proposition d'élargissement des cas de dérogation

Un certain nombre de participants estiment qu'il serait utile de profiter de cette modification du règlement général pour revoir la philosophie générale présidant aux cas de dérogation à l'obligation de déposer une offre.

Selon eux, il serait en effet utile d'introduire, en sus des cas de dérogations limitativement énumérés, une faculté de dérogation large à la main de l'AMF. Cette faculté aurait l'avantage de conférer une plus

⁶ Ils font également valoir qu'une telle dérogation existe en Belgique sans limitation à un actionnaire de référence (article 52 -5° de la loi du 01/04/2007 relative aux OPA).

grande souplesse au régime existant, qui paraît souhaitable au regard de la multiplication et de l'accélération du rythme des réformes engagées par le législateur en matière de droit boursier au cours des dernières années.

Par ailleurs, deux participants estiment que les dérogations prévues à l'article 235-3⁷ devraient être étendues aux marchés réglementés, puisqu'il n'y a pas, selon eux, de différence entre le cas de la dérogation en cas d'apport (où l'actionnaire apporteur ne peut voter) et celui en cas d'augmentation de capital réservée ou d'émission réservée de valeurs mobilières donnant accès au capital où le bénéficiaire ne peut non plus voter (et où en toute hypothèse l'AMF peut refuser la dérogation).

Un participant estime également qu'il faudrait tirer les conséquences de la « jurisprudence Hermès » et clarifier la notion de « groupe » à l'article 234-9, 7° du règlement général.

Enfin, un participant propose de prévoir un nouveau cas de dérogation pour les actionnaires de référence (qui pourraient être définis comme « *les actionnaires détenant seul ou de concert depuis plus de deux années consécutifs une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 45 %* ») qui viendraient à franchir le seuil de 1 % du fait d'une relation liée à l'option du paiement du dividende en actions. En effet, une telle option permet de renforcer les fonds propres de la société. Il serait paradoxal et contraire aux objectifs fixés par la loi visant à reconquérir l'économie réelle de ne pas permettre à un actionnaire qui détient, *de facto*, le contrôle de la société sur le long terme, de renforcer les fonds propres de la société sans avoir à déposer une offre publique.

Compte tenu des nombreuses remarques de fond sur la question des dérogations, ces points non liés à la loi visant à reconquérir l'économie réelle ne sont pas tranchés et une réflexion plus approfondie sur ce thème sera menée ultérieurement.

III- RENFORCEMENT DU ROLE DU COMITE D'ENTREPRISE

La loi du 29 mars 2014 prévoit le renforcement du rôle du comité d'entreprise (« CE ») de la société visée par l'offre. Cette nouvelle procédure soulève essentiellement deux questions quant aux procédures d'offres publiques et les éventuels aménagements du règlement général y afférents :

- l'articulation du calendrier de l'information-consultation du CE avec celui des offres publiques ; et
- l'articulation des informations communiquées au CE avec celles communiquées au marché, et notamment l'information privilégiée.

A. SUR LE CALENDRIER DE L'OFFRE

La proposition soumise à consultation visait à introduire un calendrier unique pour les offres de prise de contrôle, qui permettrait à l'AMF de se prononcer sur la conformité de l'offre une fois la procédure sociale et l'éventuel rapport de l'expert indépendant finalisés. Il était proposé que la note en réponse soit déposée à l'issue de la plus tardive de ces deux dates : la fin de la procédure de consultation (avec une souplesse de deux jours pour l'intégrer) ou les vingt jours à compter du dépôt de la note d'information de l'initiateur.

Certains participants soulèvent qu'en l'absence d'expert indépendant (ce qui est susceptible d'arriver dans le cas d'une offre publique sans conflit d'intérêt), **le calendrier proposé pourrait rallonger les délais actuels de dépôt de la note en réponse** dans le cas où le comité d'entreprise aurait rendu son avis (ou aurait été réputé avoir été consulté) avant l'expiration du délai de vingt jours. **Deux solutions** pouvaient être envisagées pour traiter ce point :

⁷ Article 235-3 « Outre les cas visés à l'article 234-9, l'AMF peut également accorder une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique dans les cas suivants :

1° Souscription à une augmentation de capital réservée, soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires ;

2° Exercice du droit à l'attribution d'actions attaché à des titres donnant accès au capital lorsque l'émission réservée de ces titres a été préalablement soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires. »

- (i) prévoir un calendrier spécifique à ces offres de 15 jours après le dépôt de la note d'information, dans l'hypothèse où l'avis du CE aurait été rendu avant l'expiration de ce délai. Ce délai de 15 jours correspond, en effet, selon un participant au délai actuellement pratiqué (10 jours d'instruction pour la conformité suivi du délai de 5 jours pour déposer la note en réponse) ;
- (ii) ajouter à la formulation proposée « *au plus tard à la plus tardive des deux dates [...]* ».

La deuxième solution proposée est intéressante en ce qu'elle permet un dépôt dès que la documentation est prête. Cependant, la formulation ne semble pas satisfaisante car elle pourrait en théorie permettre un dépôt avant l'avis final du CE.

La première solution proposée fournit moins de flexibilité mais est en ligne avec les pratiques actuelles.

Il a également été relevé par un participant que le cas de dépôt d'une note en réponse après décision de conformité ne devrait plus désormais être possible. Toutefois, dans la mesure où l'article 231-26 traite également le calendrier de dépôt de la documentation des offres suivant la procédure simplifiée, il reste un cas d'application de cette procédure : celui des offres partielles (article 233-1, 3°). Cet alinéa devrait donc subsister.

A l'inverse, deux participants ont indiqué que ce déroulé devrait être maintenu pour les offres de procédure normale dans le cas où il n'y aurait ni CE ni expert. L'absence de CE pouvant être consulté semble *a priori* peu probable pour les offres visant une société française (en cas d'absence de CE, les représentants du personnel seraient consultés) ; en revanche, dans le cas d'une société étrangère dont le marché primaire serait Euronext Paris, la question pourrait se poser.

Enfin, il est proposé par un participant de remplacer la référence aux offres de procédure normale par une référence aux offres visées par les articles du code du travail prévoyant la nouvelle procédure. Cette proposition pourrait constituer une piste pour répondre à la précédente interrogation.

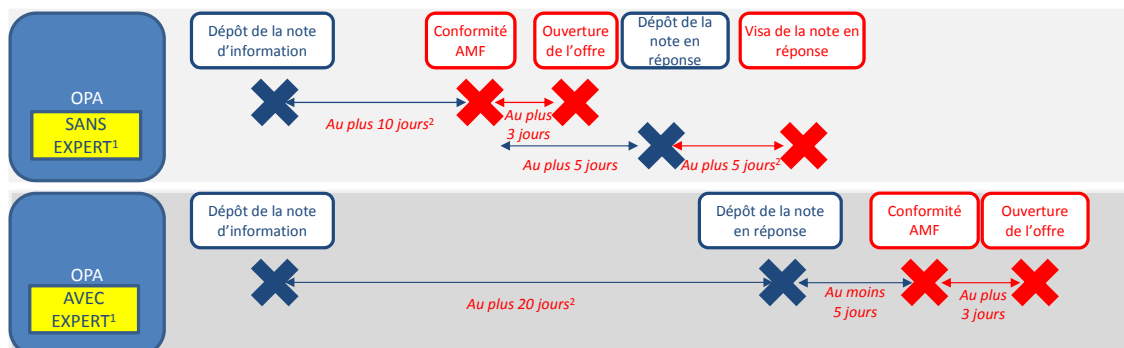
Compte tenu de ces observations, le règlement général est modifié afin de ne pas allonger les délais des offres non impactées par la réforme et de maintenir les calendriers actuels pour les offres de prise de contrôle non concernées par la procédure d'information-consultation (sociétés étrangères ou non dotées de représentants des salariés).

En conséquence, la **formulation alternative** ci-dessous est retenue :

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
<p>Article 231-26</p> <p>La société visée dépose auprès de l'AMF un projet de note en réponse au plus tard le cinquième jour de négociation suivant la publication de la déclaration de conformité de l'AMF. Par exception, lorsqu'un expert indépendant est désigné en application de l'article 261-1, la société visée dépose le projet de note en réponse au plus tard le vingtième jour de négociation suivant le début de la période d'offre.</p> <p>[...]</p>	<p>Article 231-26</p> <p><u>I. – 1°</u> La société visée dépose auprès de l'AMF un projet de note en réponse au plus tard le cinquième jour de négociation suivant la publication de la déclaration de conformité de l'AMF.</p> <p>2° Par exception, lorsqu'un expert indépendant est désigné en application de l'article 261-1, la société visée dépose le projet de note en réponse au plus tard le vingtième jour de négociation suivant le début de la période d'offre.</p> <p><u>3° Pour les offres relevant des dispositions du chapitre II, la société visée dépose le projet de note en réponse à la date la plus tardive des deux événements suivants :</u></p> <p><u>a) le vingtième jour de négociation suivant le début de la période d'offre ;</u></p> <p><u>b) le deuxième jour de négociation suivant la date de l'avis du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent, après l'avis du comité d'entreprise de la société visée prévu à l'article 2323-23 du code du travail.</u></p> <p>[...]</p>	<p>Article 231-26</p> <p><u>I. – 1°</u> La société visée dépose auprès de l'AMF un projet de note en réponse au plus tard le cinquième jour de négociation suivant la publication de la déclaration de conformité de l'AMF.</p> <p>2° Par exception, lorsqu'un expert indépendant est désigné en application de l'article 261-1, la société visée dépose le projet de note en réponse au plus tard le vingtième jour de négociation suivant le début de la période d'offre.</p> <p><u>3° Pour les offres à l'occasion desquelles le comité d'entreprise doit être informé et consulté en application des dispositions des articles L. 2323-21 à L. 2323-26-1A du code du travail, la société visée dépose le projet de note en réponse,</u></p> <p><u>a) lorsqu'un expert indépendant est désigné en application de l'article 261-1, au plus tard le vingtième jour de négociation suivant le début de la période d'offre ;</u></p> <p><u>b) dans les autres cas, au plus tard le quinzième jour de négociation suivant le début de la période d'offre ;</u></p> <p><u>En tout état de cause, le dépôt de la note en réponse ne peut intervenir avant l'avis du comité d'entreprise de la société visée ou la date à laquelle le comité d'entreprise est réputé avoir été consulté tel que prévu à l'article L. 2323-23 du code du travail.</u></p> <p>[...]</p>

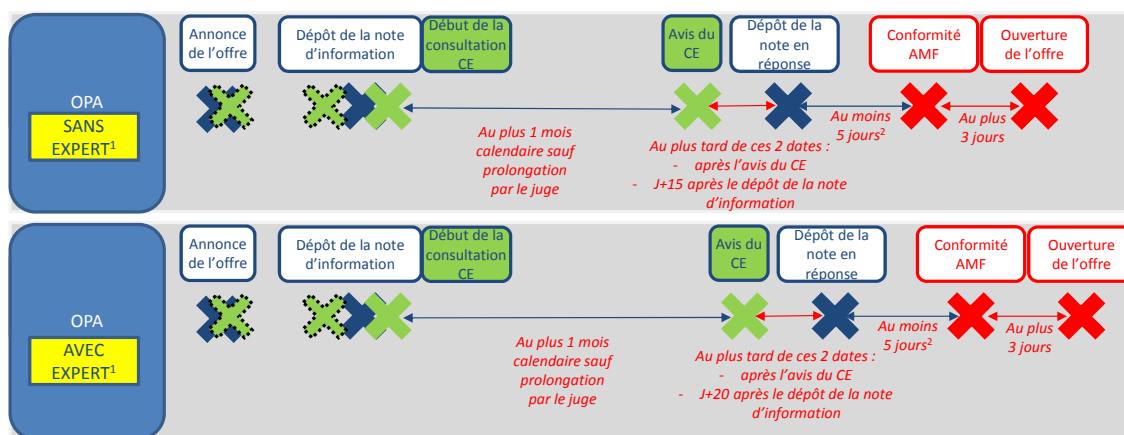
Concernant l'articulation des calendriers, il est rappelé que l'information-consultation du CE ne concerne que les offres de prise de contrôle, c'est-à-dire les offres de procédure normale.

A ce jour, ces offres suivent deux types de calendrier en fonction de l'existence de conflits d'intérêts. Ces calendriers, en l'absence de consultation possible du CE (société non française ou absence de CE ou représentants des salariés) seraient calés sur ces mêmes schémas :



¹ Nommé en application des dispositions de l'article 261-1 du règlement général.
² Sous réserve d'éventuelles interruption du délai d'instruction.

La formulation retenue se traduit, **pour les sociétés françaises disposant d'un comité d'entreprise**, par les calendriers types suivants :



¹ Nommé en application des dispositions de l'article 261-1 du règlement général.
² Sous réserve d'éventuelles interruption du délai d'instruction.

Les modifications de l'article 231-20, qui fixe les délais d'instruction de l'AMF en fonction du type d'offre évoluent également pour tenir compte de ces différentes options de calendrier en calant le délai de 5 jours d'instruction maximum sur les situations (i) d'expertise indépendante et/ou (ii) d'information-consultation :

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
<p>Article 231-20</p> <p>I. - L'AMF dispose d'un délai de dix jours de négociation suivant le début de la période d'offre pour apprécier la conformité du projet d'offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables.</p> <p>II. - Dans les cas prévus à l'article 261-1, la déclaration de conformité est prononcée au plus tôt cinq jours de négociation après le dépôt du projet de note en réponse de la société visée.</p> <p>III. - Dans tous les cas, l'AMF est habilitée à demander toutes justifications et garanties appropriées ainsi que toute information.</p>	<p>Article 231-20</p> <p>I. - L'AMF dispose d'un délai de dix jours de négociation suivant le début de la période d'offre pour apprécier la conformité du projet d'offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables.</p> <p>II. - Dans les cas prévus à l'article 261-1 <u>et pour les offres réalisées selon la procédure normale visées au chapitre II</u>, la déclaration de conformité est prononcée au plus tôt cinq jours de négociation après le dépôt du projet de note en réponse de la société visée.</p> <p>III. - Dans tous les cas, l'AMF est habilitée à demander toutes justifications et garanties appropriées ainsi que toute information.</p>	<p>Article 231-20</p> <p>I. - L'AMF dispose d'un délai de dix jours de négociation suivant le début de la période d'offre pour apprécier la conformité du projet d'offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables.</p> <p>II. - Dans les cas prévus à l'article 261-1 <u>et pour les offres relevant des articles L. 2323-21 à L. 2323-26-1A du code du travail réalisées selon la procédure normale visées au chapitre II</u>, la déclaration de conformité est prononcée au plus tôt cinq jours de négociation après le dépôt du projet de note en réponse de la société visée.</p> <p>III. - Dans tous les cas, l'AMF est habilitée à demander toutes justifications et garanties appropriées ainsi que toute information.</p>

B. SUR LES INFORMATIONS COMMUNIQUEES AU CE ET LA DOCUMENTATION D'OFFRE

Il était proposé dans la consultation que les éléments ayant trait à la procédure de consultation elle-même (date de démarrage – annonce ou dépôt de l'offre notamment, la reprise de l'avis du CE et du rapport de l'expert-comptable dans la note en réponse et les engagements spécifiques extériorisés par l'initiateur pendant la procédure) soient repris intégralement dans la documentation d'offre.

En revanche, la proposition laissait à l'initiateur le soin de déterminer si les informations qu'il communique au comité d'entreprise dans le cadre de la procédure d'information-consultation pouvaient revêtir la qualification d'informations privilégiées et devaient donc être communiquées au marché.

Trois participants ont indiqué qu'il ne leur semblait pas possible de faire porter la responsabilité à l'initiateur de donner dans la lettre de dépôt et la note d'information des informations sur l'aboutissement de la procédure d'information-consultation et que cela entrait dans le champ de compétence de la société cible. Ces participants suggèrent que **seule l'information concernant le début de la procédure au moment de l'annonce soit fournie par l'initiateur.**

Un participant n'est pas convaincu qu'il soit opportun de contraindre l'initiateur à rendre public dans la note d'information les éventuels engagements pris auprès du CE lors de la procédure d'information-consultation, notamment au motif que la préservation de la confidentialité de ces engagements pourrait être un prérequis à leur consentement de la part de l'initiateur et que, par ailleurs, cette inclusion pourrait rendre plus floue leur nature juridique. Cependant, le maintien de la confidentialité de ces engagements ne semble en pratique guère aisé et ces engagements pourraient constituer des enjeux stratégiques et financiers significatifs, susceptibles d'intéresser le marché.

Concernant le **communiqué de presse reproduisant l'avis motivé du conseil d'administration** de la cible, il était proposé d'y faire figurer **l'avis du comité d'entreprise**. Deux participants ont relevé que compte tenu de l'inclusion potentielle du rapport de l'expert-comptable, cet avis pourrait en pratique être trop volumineux pour le format communiqué de presse et suggèrent de s'aligner sur le mode actuel de retranscription du rapport de l'expert indépendant, dont **seules les conclusions sont reprises dans l'avis motivé du conseil d'administration**. Il est également proposé par un participant de faire

obligation à la cible d'informer le public par voie de communiqué de presse dès que l'avis du CE est rendu (ou qu'il est réputé avoir été consulté).

En conséquence, des aménagements dans le sens des propositions des participants (information sur la procédure et contenu du communiqué de presse) sont retenus.

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
<p>Article 231-13</p> <p>I. [...]</p>	<p>Article 231-13</p> <p>I. [...]</p> <p><u>6° Dans les cas prévus à l'article L. 2323-23-1 du code du travail, si la procédure d'information consultation du comité d'entreprise de la société visée prévue à l'article L. 2323-23 du code du travail a débuté et si l'avis prévu à cet article a été rendu.</u></p>	<p>Article 231-13</p> <p>I. [...]</p> <p>6° Dans les cas prévus à l'article L. 2323-23-1 du code du travail, si la procédure d'information consultation du comité d'entreprise de la société visée prévue à l'article L. 2323-23 du code du travail a débuté à l'annonce de l'offre et si l'avis prévu à cet article a été rendu</p>
<p>Article 231-17</p> <p>La société visée peut, dès la publication du communiqué mentionné au III de l'article 231-16, publier un communiqué, selon les modalités fixées à l'article 221-3, aux fins de faire connaître l'avis de son conseil d'administration ou de son conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent, sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés.</p> <p>Ce communiqué mentionne, s'il y a lieu, les conclusions du rapport de l'expert indépendant désigné en application de l'article 261-1. Lorsque ce communiqué est publié préalablement à la remise du rapport de l'expert indépendant, la société visée publie un nouveau communiqué, dès la publication de ce rapport, qui mentionne les conclusions du rapport de l'expert indépendant et fait connaître l'avis motivé des membres des organes sociaux mentionnés au premier alinéa.</p>	<p>Article 231-20</p> <p>La société visée peut, dès la publication du communiqué mentionné au III de l'article 231-16, publier un communiqué, selon les modalités fixées à l'article 221-3, aux fins de faire connaître l'avis de son conseil d'administration ou de son conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent, sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés.</p> <p>Ce communiqué mentionne, s'il y a lieu, les conclusions du rapport de l'expert indépendant désigné en application de l'article 261-1 <u>et l'avis du comité d'entreprise de la société visée prévu à l'article L. 2323-23 du code du travail.</u> Lorsque ce communiqué est publié préalablement à la remise du rapport de l'expert indépendant <u>ou l'avis du comité d'entreprise de la société visée prévu à l'article L. 2323-23 du code du travail,</u> la société visée publie un nouveau communiqué, dès la publication de ce rapport <u>ou cet avis,</u> qui mentionne les conclusions du rapport de l'expert indépendant et fait connaître l'avis motivé des membres des organes sociaux mentionnés au premier alinéa <u>ainsi que du comité d'entreprise.</u></p>	<p>Article 231-20</p> <p>La société visée peut, dès la publication du communiqué mentionné au III de l'article 231-16, publier un communiqué, selon les modalités fixées à l'article 221-3, aux fins de faire connaître l'avis de son conseil d'administration ou de son conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent, sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés.</p> <p>Ce communiqué mentionne, s'il y a lieu, les conclusions du rapport de l'expert indépendant désigné en application de l'article 261-1 <u>et les conclusions de</u> l'avis du comité d'entreprise de la société visée prévu à l'article L. 2323-23 du code du travail. Lorsque ce communiqué est publié préalablement à la remise du rapport de l'expert indépendant ou l'avis du comité d'entreprise de la société visée prévu à l'article L. 2323-23 du code du travail, la société visée publie un nouveau communiqué, dès la publication de ce rapport ou <u>dès</u> cet avis, qui mentionne les conclusions du rapport de l'expert indépendant et fait connaître l'avis motivé des membres des organes sociaux mentionnés au premier alinéa <u>ainsi que les conclusions de l'avis</u> du comité d'entreprise.</p>

IV- GENERALISATION DES DROITS DE VOTE DOUBLE

Compte tenu des difficultés d'application de la dérogation prévue par la loi du 29 mars 2014, qui devait être accordée en cas de franchissement du seuil de 30 % *via* des droits de vote double pendant une période de deux ans à compter de son entrée en vigueur, aucune modification du règlement général n'a été proposée dans le cadre de la consultation publique.

Deux participants relèvent cette absence, tout en soulignant les difficultés d'application du texte.

Deux participants suggèrent de créer une **nouvelle dérogation** à l'obligation de déposer un projet d'offre publique en cas de franchissement des seuils du fait de **l'attribution de droits de vote double en application de la loi du 29 mars 2014**. Un participant propose à ce sujet **d'étendre à ces situations l'autorisation de franchissement temporaire** des seuils prévue à l'article 234-4.

Il ne semble pas souhaitable de suivre cette voie, compte tenu (i) de la prédictibilité de ces évènements et (ii) de la souplesse de l'article 234-4 actuel qui permettra de régler au cas par cas les éventuels franchissements involontaires et dénués d'intention de prise de contrôle.

V- ABANDON DU PRINCIPE DE NEUTRALITE

A. L'OPPORTUNITE DE MODIFIER LES PRINCIPES GENERAUX DES OFFRES

La consultation publique proposait de ne pas modifier l'article 231-3 du règlement général, tout en faisant désormais une application pratique de cet article qui tienne compte des dispositions modifiées de l'article L. 233-32 du code de commerce en ce qui concerne les mesures de défense mises en œuvre par la société cible.

Il était néanmoins proposé compte de tenu de la faculté donnée aux organes de gouvernance de la société de mettre en œuvre des mesures de défense, et notamment de mettre en œuvre des mécanismes pouvant aboutir à un renchérissement forcé de l'offre pour l'initiateur, de modifier l'article 232-11 afin de permettre à l'AMF d'autoriser un initiateur à renoncer à son offre si ces mesures lui imposent des modifications des caractéristiques de son offre.

Sept participants indiquent qu'il ne leur **semble pas compatible avec la loi de maintenir en l'état l'article 231-3** traitant des principes généraux gouvernant les offres publiques. Ils proposent d'ajouter au début de cet article une **référence aux dispositions du code de commerce traitant des mesures de défense en période d'offre**. Ces participants soulignent en effet la nécessité de rappeler que le principe de libre-jeu des offres et des surenchères ne peut remettre en cause le principe d'absence de neutralité affirmé par la loi. Seul un participant s'exprime dans le sens de la solution proposée par la consultation. Ce point semble donc faire l'objet **d'un consensus** en faveur de l'introduction d'un principe de droit de défense de la société cible.

L'introduction d'une référence de principe au droit de défense de la société cible pourrait être de nature à remettre en cause la solidité des principes généraux qui doivent pourtant continuer à s'appliquer aux offres. Il est en effet rappelé que ces principes s'appliquent à toute personne alors que l'abandon de la neutralité concerne les seules sociétés cibles qui n'auront pas choisi de la conserver et que ce faisant, on pourrait limiter la portée de ces principes aux autres intervenants. Il est également rappelé que la loi étant non équivoque sur la capacité des sociétés visées par une offre publique à pouvoir mettre en œuvre des mesures de défense, son application ne saurait être remise en cause par l'absence de référence explicite dans cet article.

Dans ce cadre, la formulation soumise à consultation n'est donc pas modifiée sur ce point.

Très peu de participants se sont exprimés sur la proposition de modification de l'irrévocabilité de l'offre en cas de mise en œuvre d'une mesure de défense. Un participant considère que la formulation proposée, qui fait référence à un « *renchérissement de l'offre* », est trop large mais ne propose pas d'alternative. Un autre participant approuve la proposition de la consultation. **Cette proposition apparaît**

pourtant souhaitable afin de ne pas aboutir à une situation où une mesure de défense conduirait à une déstabilisation du marché.

La proposition soumise à consultation est donc maintenue :

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation et retenue
<p>Article 232-11</p> <p>L'initiateur peut renoncer à son offre publique dans le délai de cinq jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente. Il informe l'AMF de sa décision qui fait l'objet d'une publication.</p> <p>L'initiateur peut également renoncer à son offre si l'offre devient sans objet, ou si la société visée, en raison des mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'offre ou en cas de suite positive de l'offre. Il ne peut user de cette faculté qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3.</p>	<p>Article 232-11</p> <p>L'initiateur peut renoncer à son offre publique dans le délai de cinq jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente. Il informe l'AMF de sa décision qui fait l'objet d'une publication.</p> <p>L'initiateur peut également renoncer à son offre si l'offre devient sans objet, ou si la société visée, en raison des mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'offre ou en cas de suite positive de l'offre, <u>ou si les mesures prises par la société visée ont pour conséquence un renchérissement de l'offre pour l'initiateur.</u> Il ne peut user de cette faculté qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3.</p>

B. L'INFORMATION A FOURNIR EN CAS DE MISE EN ŒUVRE D'UNE MESURE DE DEFENSE

Compte tenu de la suppression du principe de neutralité des organes de direction de la société visée, il était proposé dans la consultation publique de :

- modifier le règlement général pour que le marché soit dûment informé des mesures de défense mises en œuvre ou envisagées par la société cible ;
- et de permettre à l'AMF de rendre public son avis (purement consultatif) sur la compatibilité de ces mesures avec la réglementation et notamment les principes régissant les offres publiques prévus à l'article 231-3.

La proposition soumise à consultation concernant le **contenu de la note en réponse en lien avec les mesures de défense** fait consensus en ce qui concerne les décisions prises au moment du dépôt de la note ; en revanche la **référence aux mesures susceptibles d'être mises en œuvre semble non pertinente** à 9 participants. En effet, ils considèrent qu'il serait excessif d'imposer à une société cible d'informer nécessairement le marché des mesures qui n'ont pas encore été mises en œuvre car le fait de les rendre publiques risquerait de les rendre inopérantes, lorsque la confidentialité est nécessaire à leur réalisation. Un participant préconise d'imposer à la cible la communication immédiate au marché de la mise en œuvre d'une mesure de défense non visée dans la note en réponse.

Compte tenu de ces observations, le projet de règlement général est modifié afin de préciser la date à retenir pour la communication au marché sur les mesures de défense.

Par conséquent l'article 231-19 a été modifié de la manière suivante :

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
<p>Article 231-19</p> <p>La note en réponse de la société visée, dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF, mentionne :</p> <p>[...]4° L'avis motivé du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent, sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés.</p> <p>[...]</p>	<p>Article 231-19</p> <p>La note en réponse de la société visée, dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF, mentionne :</p> <p>[...]4° L'avis motivé du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent, sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés, <u>et, le cas échéant, les mesures susceptibles de faire échouer l'offre qu'elle a mises en œuvre, ou entend mettre en œuvre.</u></p> <p>[...]</p>	<p>Article 231-19</p> <p>La note en réponse de la société visée, dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF, mentionne :</p> <p>[...]4° L'avis motivé du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent, sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés, <u>et, le cas échéant, les mesures susceptibles de faire échouer l'offre qu'elle a mises en œuvre, ou décide de entendre mettre en œuvre. En cas de décision nouvelle susceptible de faire échouer l'offre, la société publie un communiqué pour en informer le marché.</u></p> <p>[...]</p>

La proposition d'introduire dans un **nouvel article 231-7 la faculté pour l'AMF de se prononcer** (à titre consultatif) sur des mesures de défense avant leur mise en œuvre **ne fait pas consensus**. 4 participants sont contre et contestent soit son fondement juridique soit sa portée, compte tenu du caractère consultatif de l'avis rendu. Il avait été inclus dans ce projet d'article une référence au **respect de l'intérêt social** et de l'égalité de traitement des détenteurs de titres pour placer la revue des mesures de défense sous cet angle. Ce point est **également contesté** (par 4 participants) en raison de la compétence unique du juge judiciaire pour statuer en la matière.

La contestation du fondement juridique de l'avis (consultatif) de l'AMF sur ce point ne semble pas pouvoir prospérer dans la mesure où l'AMF a la faculté de s'exprimer publiquement sur une action mise en œuvre par une société cotée susceptible d'exercer des impacts significatifs sur le marché. **En conséquence, il n'apparaît pas nécessaire de mentionner cette faculté dans l'article 231-7.**

En revanche, le respect de l'intérêt social étant spécifiquement visé par le texte de loi concernant les mesures de défense, le maintien de cette référence pour fournir un contexte général à l'appréciation des mesures de défense paraît pertinent.

La modification suivante de l'article 231-7 est retenue :

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
	<p>Article 231-7 (nouveau)</p> <p><u>Pendant la période d'offre publique, l'initiateur et la société visée s'assurent que leurs actes, décisions et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social et l'égalité de traitement ou d'information des détenteurs de titres des sociétés concernées.</u></p> <p><u>Si le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance des sociétés concernées, décide de prendre une décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, ils en avisent l'AMF afin de lui permettre de veiller à l'information du public et de faire, le cas échéant, connaître son appréciation.</u></p>	<p>Article 231-7 (nouveau)</p> <p>Pendant la période d'offre publique, l'initiateur et la société visée s'assurent que leurs actes, décisions et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social et l'égalité de traitement ou d'information des détenteurs de titres des sociétés concernées.</p> <p>Si le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance des sociétés concernées, décide de prendre une décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, ils en <u>avisent informent</u> l'AMF afin de lui permettre de veiller à l'information du public <u>et de faire, le cas échéant, connaître son appréciation.</u></p>

C. INTERVENTIONS EN PERIODE D'OFFRE (DANS LE CONTEXTE DU SEUIL DE CADUCITE ET DE L'ABANDON DU PRINCIPE DE NEUTRALITE)

A l'heure actuelle, dès lors qu'une offre est soumise à une condition, toute acquisition est interdite pendant l'offre. Toutefois, la condition relative à la nécessité d'atteindre le seuil de caducité pouvait être appréciée de manière distincte des autres types de conditions suspensives puisque celle-ci est de droit et non pas du fait de l'initiateur.

Il était donc proposé de permettre à l'initiateur de pouvoir acquérir des titres pendant la période d'offre si le seuil de caducité s'applique (en dehors de toute autre condition suspensive). Ces acquisitions seraient toutefois limitées, comme c'est le cas dans le régime actuellement en vigueur en l'absence de condition suspensive, à hauteur des seuils d'offre obligatoire. Le régime des autres conditions suspensives telles que le seuil de renonciation demeurerait inchangé avec une interdiction d'acquisition (article 231-38 du règlement général).

Compte tenu de l'abandon du principe de neutralité, il était également proposé dans la consultation de ne plus interdire aux sociétés cibles d'intervenir sur leurs propres titres, sous réserve qu'elles n'aient pas opté statutairement pour la neutralité (article 231-40 du règlement général).

En revanche, il était proposé de maintenir cette interdiction dans tous les cas pour les offres publiques comportant une composante en titres, afin de protéger la parité d'échange de l'offre dans ces situations (article 231-41 du règlement général).

Pour 3 participants, l'interdiction d'intervenir dans les offres conditionnées à un seuil était jusqu'alors fondée sur le fait que tous les actionnaires devaient être traités équitablement, autrement dit que certains actionnaires ne devaient pas pouvoir céder leurs actions à l'initiateur *via* le marché et pas les autres. Dès lors que ce fondement est battu en brèche pour l'initiateur soumis à un seuil de caducité de droit commun, ils suggèrent d'étendre cet assouplissement aux offres soumises à un seuil de renonciation volontaire, et ce d'autant plus que ce seuil pourrait être désormais abandonné à tout moment sans constituer une surenchère.

Il est donc souhaitable, pour des raisons d'équité, d'aligner le régime de la renonciation volontaire sur celui applicable au seuil de caducité, et ce dans les mêmes limites.

Pour un autre participant, si les deux régimes devraient effectivement être alignés, la solution inverse devrait être retenue et les interventions devraient être interdites en période d'offre en présence d'une condition suspensive, quelle que soit la nature de celle-ci. En présence d'une offre devenue caduque, il convient de noter que l'initiateur serait privé des droits de vote attachés aux actions excédant le seuil d'offre obligatoire. En pareil cas, le fait de permettre des interventions sur le marché pourrait conduire à une décorrélacion encore plus importante entre la détention en capital et la détention en droits de vote de l'initiateur à l'issue de son offre.

Par ailleurs, un participant estime que l'AMF pourrait profiter de l'occasion de la modification de son règlement général pour exclure les offres obligatoires du champ de la limitation aux acquisitions réalisées à compter du dépôt de l'offre et jusqu'à l'ouverture de l'offre, prévue à l'article 231-38 IV du règlement général. La limite aux seuils visés aux articles 234-2 et 234-5 n'aurait aucune portée en présence d'une offre obligatoire dans la mesure où les seuils déclenchant le lancement d'une offre obligatoire ont par définition déjà été franchis. La limitation aux seuils prévus aux articles 234-2 et 234-5 devrait seulement viser les offres volontaires, au cours desquelles un franchissement du seuil de déclenchement du dépôt obligatoire d'une offre peut intervenir en raison des acquisitions réalisées par l'initiateur. Cette modification n'a pas été retenue car elle est peu compatible avec la suppression des droits de vote attachés aux actions acquises en sus des seuils d'offre obligatoire en cas de caducité.

Compte tenu d'une certaine similitude entre le seuil de caducité et le seuil de renonciation, il paraît légitime de modifier le projet de règlement général afin de permettre, dans le cas des offres volontaires, toute acquisition supplémentaire jusqu'à hauteur des seuils d'offre obligatoire, tout en permettant les acquisitions en cas d'offre obligatoire dans la limite de l'excès de vitesse.

Par conséquent, l'article 231-38 est modifié de la manière suivante :

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
<p>Article 231-38</p> <p>[...]</p> <p>III. - Durant la période d'offre, l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui ne peuvent acquérir aucun titre de la société visée si l'offre est assortie de l'une des conditions mentionnées aux articles 231-9, 231-10 et 231-11.</p> <p>[...]</p> <p>V. - Sans préjudice des dispositions de l'article 231-41 et du III du présent article, de l'ouverture de l'offre à la publication de son résultat, l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui peuvent acquérir des titres de la société visée.</p> <p>Pendant la réouverture de l'offre, l'initiateur peut réaliser son offre par achats des titres visés, lorsque l'offre est réglée intégralement en numéraire et dès lors qu'à l'issue de la période d'offre initiale il détient plus de 50 % du capital et des droits de vote de la société visée.</p>	<p>Article 231-38</p> <p>[...]</p> <p>III. - Durant la période d'offre, l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui ne peuvent acquérir aucun titre de la société visée si l'offre est assortie de l'une des conditions mentionnées aux articles 231-9 <u>II</u>, 231-10 et 231-11.</p> <p>[...]</p> <p>V. - Sans préjudice des dispositions de l'article 231-41 et du III du présent article, de l'ouverture de l'offre à la publication de son résultat, l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui peuvent acquérir des titres de la société visée.</p> <p>Pendant la réouverture de l'offre, l'initiateur peut réaliser son offre par achats des titres visés, lorsque l'offre est réglée intégralement en numéraire et dès lors qu'à l'issue de la période d'offre initiale il détient plus de 50 % du capital et des droits de vote de la société visée.</p>	<p>Article 231-38</p> <p>[...]</p> <p>III. - Durant la période d'offre, l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui ne peuvent acquérir aucun titre de la société visée si l'offre est assortie de l'une des conditions mentionnées aux articles <u>231-9 II</u>, 231-10 et 231-11.</p> <p>[...]</p> <p>V. - Sans préjudice des dispositions de l'article 231-41 et du III du présent article, de l'ouverture de l'offre à la publication de son résultat, l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui peuvent acquérir des titres de la société visée.</p> <p><u>Dans le cas d'une offre publique d'achat relevant des dispositions du chapitre II du présent titre, ces acquisitions ne peuvent conduire l'initiateur à franchir, seul ou de concert, les seuils visés aux articles 234-2 et 234-5.</u></p> <p>Pendant la réouverture de l'offre, l'initiateur peut réaliser son offre par</p>

		achats des titres visés, lorsque l'offre est réglée intégralement en numéraire et dès lors qu'à l'issue de la période d'offre initiale il détient plus de 50 % du capital et des droits de vote de la société visée.
--	--	--

La majorité des participants ont exprimé leur accord avec l'aménagement proposé du régime d'intervention de la cible sur ses propres titres en période d'offre. Trois d'entre eux ont émis le souhait que soit clarifiée la possibilité, pour les sociétés ayant opté statutairement pour la neutralité mais appliquant une clause de réciprocité, d'intervenir sur leurs propres titres.

Une référence aux clauses de réciprocité est par conséquent ajoutée pour clarifier ce point à l'article 231-40 :

Règlement général (version initiale)	Formulation soumise à consultation	Formulation retenue
<p>Article 231-40</p> <p>I. - Pendant la période d'offre, la société visée et les personnes agissant de concert avec elles ne peuvent intervenir sur les titres de capital ou donnant accès au capital de la société ou sur les instruments financiers liés à ces titres.</p> <p>II. - Lorsqu'une offre relève des dispositions du chapitre II du présent titre et qu'elle est réglée intégralement en numéraire, la société visée peut poursuivre l'exécution d'un programme de rachat d'actions pendant la période d'offre dès lors que la résolution de l'assemblée générale qui a autorisé le programme l'a expressément prévu et, lorsqu'il s'agit d'une mesure susceptible de faire échouer l'offre, que sa mise en œuvre fait l'objet d'une approbation ou d'une confirmation par l'assemblée générale.</p> <p>[...]</p>	<p>Article 231-40</p> <p>I. - Pendant la période d'offre, la société visée, <u>lorsqu'elle fait application des dispositions prévues à l'article L. 233-33 I ou II du code de commerce</u>, et les personnes agissant de concert avec elle ne peuvent intervenir sur les titres de capital ou donnant accès au capital de la société ou sur les instruments financiers liés à ces titres.</p> <p>II. - Lorsqu'une offre relève des dispositions du chapitre II du présent titre et qu'elle est réglée intégralement en numéraire, la société visée, <u>lorsqu'elle fait application des dispositions prévues à l'article L. 233-33 I ou II du code de commerce</u>, peut poursuivre l'exécution d'un programme de rachat d'actions pendant la période d'offre dès lors que la résolution de l'assemblée générale qui a autorisé le programme l'a expressément prévu et, lorsqu'il s'agit d'une mesure susceptible de faire échouer l'offre, que sa mise en œuvre fait l'objet d'une approbation ou d'une confirmation par l'assemblée générale.</p> <p>[...]</p>	<p>Article 231-40</p> <p>I. - Pendant la période d'offre, la société visée, <u>lorsqu'elle fait application des dispositions prévues à l'article L. 233-33 I ou II du code de commerce et que ces dispositions ne sont pas écartées en application de l'article L. 233-33 III du même code</u>, et les personnes agissant de concert avec elle ne peuvent intervenir sur les titres de capital ou donnant accès au capital de la société ou sur les instruments financiers liés à ces titres.</p> <p>II. - Lorsqu'une offre relève des dispositions du chapitre II du présent titre et qu'elle est réglée intégralement en numéraire, la société visée, <u>lorsqu'elle fait application des dispositions prévues à l'article L. 233-33 I ou II du code de commerce</u>, peut poursuivre l'exécution d'un programme de rachat d'actions pendant la période d'offre dès lors que la résolution de l'assemblée générale qui a autorisé le programme l'a expressément prévu et, lorsqu'il s'agit d'une mesure susceptible de faire échouer l'offre, que sa mise en œuvre fait l'objet d'une approbation ou d'une confirmation par l'assemblée générale.</p> <p>[...]</p>

En revanche, les 3 participants qui se sont exprimés sur ce sujet sont défavorables au maintien du régime des interventions en période d'offre concernant les offres d'échange. Ils avancent notamment que cette interdiction va directement à l'encontre du nouveau principe de non neutralité de la cible, la privant de facto d'un moyen important de défense.

Ce point peut effectivement sembler légitime mais les difficultés qu'il soulève en matière de parité sont importantes. En effet, si la faculté était offerte à la société cible d'intervenir sur ses titres en période d'offre, il paraîtrait logique de conférer cette même faculté à l'initiateur, par parallélisme (sur ses propres titres mais aussi ceux de la cible, *cf.* ci-dessus). Mais de ce fait, l'appréciation de la parité serait délicate voire impossible. Il semble donc difficile d'ouvrir le régime d'intervention en période d'offre, sauf à ne l'ouvrir qu'au bénéfice de la société cible, ce qui déséquilibrerait le rapport de force.

Le règlement général n'est, par conséquent, pas modifié sur ce point.

Les modifications du règlement général présentées dans la présente synthèse ont été approuvées par le Collège de l'AMF et ont été homologuées par le ministre des finances le 27 juin 2014⁸.

⁸ Cf. arrêtés d'homologation parus au JO du 29 juin 2014 et du 26 septembre 2014.